

جامعة اليرموك
كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية
قسم العلوم المالية والمصرفية

رسالة ماجستير بعنوان:

# أثر النمو الاقتصادي على سرعة تعديل هيكل رأس المال: دراسة عملية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

# The Impact of Economic Growth on the Capital Structure Adjustment Speed: Empirical Study on Industrial Companies Listed on the Amman Stock Exchange

إعداد الطالبة:
آلاء "محمد أمين" علي المومني
2012720027

إشراف:

د. محمد غرايبه
د. زياد زريقات

2014

أثر النمو الاقتصادي على سرعة تعديل هيكل رأس المال: دراسة عملية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

**The Impact of Economic Growth on the Capital Structure Adjustment Speed: Empirical Study on Industrial Companies Listed on the Amman Stock Exchange**


مقدمة من الطالبة: آلاء "محمد أمين" علي المومني

بكالوريس في العلوم المالية والمصرفية- جامعة اليرموك


قدمت هذه الرسالة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية بكلية الإقتصاد والعلوم الإدارية في جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

**أعضاء لجنة المناقشة**

الدكتور: محمد غرايبه ........................... مشرفاً رئيسي

أستاذ مشارك في قسم العلوم المالية والمصرفية ......... جامعة اليرموك

الدكتور: زياد زريقات............................مشرف مشارك

أستاذ مشارك في قسم العلوم المالية والمصرفية.......... جامعة اليرموك

الدكتورة: ديما الريضي.............................. عضواً

أستاذ مشارك في قسم العلوم المالية والمصرفية.......... جامعة اليرموك

الدكتور: حسن العيسى................................ عضواً

أستاذ مساعد في قسم إدارة الأعمال................ جامعة اليرموك

تاريخ المناقشة 04/10/2014

# الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

(قل إعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون) صدق الله العظيم .

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلى بطاعتك..ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك

الى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة الى رسولنا الكريم سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم

بدأنا بأكثر من يد وقاسينا أكثر من هم وعانينا الكثير من الصعوبات وهانحن اليوم والحمد لله نطوي سهر الليالي وتعب الأيام وخلاصة مشوارنا بين دفتي هذا العمل المتواضع..

الى من كلله الله بالهيبة والوقار ..إلى من علمني العطاء بدون إنتظار ..إلى من أحمل إسمه بكل إفتخار . إلى من سعى وشقى لأنعم بالراحة والهناء الذي لم يبخل بشيء من أجل دفعي في طريق النجاح الذي علمني أن أرتقي سلم الحياة بحكمة وصبر . أرجو من الله أن يمد في عمرك لترى ثماراً قد حان قطافها بعد طول إنتظار "**والدي الحبيب**"

إلى ملاكي في الحياة..إلى معنى الحب والحنان و التفاني..إلى بسمة الحياه وسر الوجود إلى من كان دعائها سر نجاحي و حنانها بلسم جراحي.. إلى الينبوع الذي لا يمل العطاء إلى من حاكت سعادتي بخيوط منسوجة من قلبها الى أغلى الحبايب .."**أمي الحبيبة**"

إلى الروح التي سكنت روحي إلى من أخذ بيدي .. و رسم الأمل بكل خطوه مشيتها إلى توأم روحي ونصفي الأخر " **خطيبي قصي**"

إلى من شاركني حضن الام إلى من حبهم يجري في عروقي وبهم أستمد عزتي و إصراري أخوتي الأحباء "**أحمد، أيسر،عبدالله ،أوس**"

إلى من رافقتني منذ أن حملنا حقائب صغيرة ومعاً سرنا الدرب خطوة بخطوة إلى رفيقتي ومستودع سري أختي الغالية" **إيلاف**"

إلى الأنامل الصغيرة والطفوله البريئه إلى حبيبتي" **أريام**"

إلى من أرى السعادة في ضحكتها إلى الوجه المفعم بالحب وبالبراءة حبيبة قلبي" **تالا**"

إلى من صاغوا لي علمهم حروفا وفكرهم منارة تنيرلي مسيرة العلم والنجاح **د.زياد زريقات**

**د.محمد غرايبة**

إلى من علمونا حروفا من ذهب وكلمات من درر أساتذتنا الكرام

إلى كل من آنسني في دراستي وشاركني همومي ..



# الشكر والتقدير

هل يستطع أحد أن يشكر الشمس لأنها أضاءت الدنيا..

لكني سأحاول رد جميلكم بأن اكون كما أردتموني.....

إلى من أشعل شمعة في دروب عملنا إلى من وقف على المنابر وأعطى من حصيلة فكرة لينير دربنا

إلى من علمنا التفاؤل والمضي إلى الأمام، إلى من رعانا وحافظ علينا، إلى من وقف إلى جانبنا عندما ضللنا الطريق

أتقدم بأسمى أيات الشكر والامتنان والتقدير والمحبه الى

الدكتور :محمد غرايبة        الدكتور:زياد زريقات

الذين تفضلو بالاشراف على هذه الرسالة جزاهم الله كل خير.. لهم منا كل التقدير والاحترام

إلى الذين حملوا أقدس رسالة في الحياة الى الذين مهدوا لنا طريق العلم والمعرفة.. كل الشكر والتقدير إلى أساتذتنا الأفاضل

د.حسن العيسى

د.ديمه الربضي

أما الشكر الذي من النوع الخاص فنحن نتوجه بالشكر أيضا الى كل من لم يقف بجانبنا ، ومن وقف في طريقنا وعرقل مسيرة بحثنا وزرع الشوك في طريقنا فلولا وجودهم لما احسسنا بمتعة البحث، ولا حلاوة المنافسة الايجابية، ولولاهم لما وصلنا إلى ما وصلنا إليه فلهم منا كل الشكر...

## فهرس المحتويات

# ملخّص الدراسة

المومني، آلاء محمد أمين، أثر النمو الاقتصادي على سرعة تعديل هيكل رأس المال: دراسة عملية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير جامعة اليرموك، 2014.

إشراف : د. محمد غرايبة

د. زياد زريقات



هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء أثر النمو الاقتصادي على سرعة تعديل هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، والذي تم باستخدام عينة من (65) شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة (1994-2012). لتحقيق هدف الدراسة استخدمت الباحثة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لتقدير معادلة الانحدار باستخدام أسلوب الأثر الثابت والأثر العشوائي. توصلت الدراسة إلى أن الشركات الأردنية تُحدّد لديها مستوى مستهدف من الدين، إلا أن النتائج دلت إلى أن سرعة التعديل عند حدوث الانحراف عن ذلك المستوى كانت منخفضة، حيث بلغ معامل التعديل (0.234)، كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للنمو الاقتصادي على سرعة التعديل فالوضع الاقتصادي الجيد يساعد في سرعة التعديل، وهو ما دل عليه معامل المتغير الوهمي التفاعلي، والذي وجد موجباً ذا دلالة إحصائية. توصي الدراسة بأن تلجأ الشركات إلى التمويل بالدين في الظروف الاقتصادية الجيدة، وذلك لانخفاض تكاليف الدين وانخفاض كلفة التعديل وصولاً للمستوى الأمثل الذي عنده تستطيع الشركة تعظيم قيمتها السوقية.

**الكلمات المفتاحية:** النمو الاقتصادي، هيكل رأس المال، سرعة التعديل، بورصة عمان.



# الفصل الأول

# الإطار العام للدراسة

- ✓ المقدمة
- ✓ مشكلة الدراسة
- ✓ أهداف الدراسة
- ✓ أهمية الدراسة
- ✓ فرضيات الدراسة
- ✓ هيكل الدراسة





# الفصل الأول
# الإطار العام للدراسة

## 1.1 المقدمة

تلعب أسواق رأس المال دورٌ بالغ الأهمية من الناحية الاقتصادية، سواء في الدول النامية أو المتقدمة، لما توفره من مصادر تمويل للفرص الاستثمارية والتي تسهم في تحسين النمو الاقتصادي، فهي تعمل على تشجيع الادخار المحلي وتوجيهه نحو الاستثمار من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية (Drobetz & Wanzenried, 2006).

وتؤثر الظروف الاقتصادية السائدة في أداء السوق المالي من خلال تأثيرها على القرارات المالية الاستثمارية في الشركات المدرجة في تلك الأسواق، ويرى Korajczyk & Levy (2003) أن اختيار هيكل رأس المال يختلف عبر الزمن وذلك تبعاً للظروف الاقتصادية السائدة وتقلباتها وأثرها على الأداء الاقتصادي بشكل عام، وهذا بدوره يؤثر على أداء قطاع الأعمال وعلى قراراته المالية والاستثمارية.

ولقد أكد كل من Lemaa & Negash (2013)، على أن أهم ما يؤثر على قرارات هيكل رأس المال للشركة هو مؤشرات الاقتصاد الكلي، وهو ما تعتمد عليها الشركات في اتخاذ القرارات والتعديلات الخاصة بهيكل رأس المال، وتعتبر العوامل الاقتصادية الكلية من المحددات الأساسية للنمو الاقتصادي، حيث إن أي تغير في أسعار الأسهم سيؤثر في القرارات التمويلية، إذ يشجع ارتفاع أسهم الشركات استخدام حقوق الملكية لتمويل الفرص الاستثمارية المثالية بتكاليف منخفضة. ويعتبر إرتفاع أسعار الأسهم مؤشراً على انخفاض تكاليف عدم تماثل المعلومات (**Asymmetric Information**)، وبالتالي انخفاض تكاليفها (Fama and French, 2002).

وهذا ما أكده Myers (1977) عند الإشارة إلى دور المرونة المالية وأثرها على قرارات الشركة الاستثمارية المالية، فهو يؤكد على ضرورة استخدام الشركات التمويل من خلال حقوق الملكية عندما تكون أسهمها مرتفعة (**Overvalued**)، والدين عندما تكون أسعارها منخفضة (**Undervalued**) لتفادي التخلي عن الفرص الاستثمارية المربحة بسبب ارتفاع تكاليف الدين، وتتسبب المرونة بمشكلة الوكالة الناتجة عن نقل الثروة (**Assets Substitution Problem**) وما تسببه من تراجع لحجم استثمارات الشركة (**Under Investment**). وهذا ما توصل إليه (Chen *et al*, 2009) إلى أن الشركات التي تمتلك درجة مرونة مالية عالية، تكون أقدر على تجاوز الأوقات الصعبة وتخطي الظروف والعقبات كافة والتي يمكن أن تتعرض لها سواء على المدى القريب أو البعيد. وعليه فإن هذه الدراسة سوف تتناول استقصاء أثر النمو الاقتصادي على سرعة تعديل هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الواقعة ما بين (1994-2012).

## 2.1 مشكلة الدراسة:

يعتبر سوق رأس المال في الأردن من الأسواق النامية التي تتسم بمحدودية المنافسة والسيولة، وانخفاض مستوى الحماية للمستثمرين، إضافة إلى تدني مستوى الشفافية، وهو ما يحصل في هذا النوع من الأسواق غير المثالية، حيث تسهم المعوقات مثل: تكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات بالإضافة إلى مشاكل الإفلاس في تحديد تكاليف التمويل، حيث تتخلى الشركات عن الإصدار، وذلك لارتفاع تكاليف التمويل لديها، وقد تعمل تكاليف الدين على إنخفاض قيمة الشركة الحقيقية في السوق، وبالتالي تؤدي إلى لجوء الشركة للدين مما يحقق منافع ضريبية تعمل على رفع قيمة الشركة (Zurigat & Al- Mwalla, 2011)، وقد تؤثر تكاليف الدين على قرارات الشركة الاستثمارية. وتعتبر الأسواق المالية جزءاً لا يتجزأ من التطور الاقتصادي المالي الذي يؤثر ويتأثر بالواقع الاقتصادي القائم، ويعد النمو الاقتصادي وحالة عدم استقراره في معظم الظروف ذا أثر على قرارات الشركة المالية وتكاليف التمويل وبالتالي قدرة الشركات على توفير التمويل اللازم للفرص الاستثماريّة في الأردن. شهدت العقود السابقة حالة من الركود الاقتصادي وتراجعت معدلات النمو الاقتصادي وإرتفعت معدلات البطالة، وقد أثر على مستوى الادخار. ولابد من النظر إلى العوامل الاقتصادية الكلية التي من الممكن أن يكون لها تأثير كبير على أهم القرارات التي تقوم الشركة بإتخاذها من ناحية سرعة التعديل على هيكل رأس مالها، إضافة إلى أن الظروف الاقتصادية والسياسية غير المستقرة، والتقلبات الحاصلة في السوق المالي تؤثر كثيراً في القرارات التي تتخذها الشركة، ويؤثر ذلك على قرارات المستثمرين سواء الحاليين أم المستقبلين.

وإن أهم المشاكل التي تواجهها الشركات في بورصة عمان حسب دراسة(Gharaibeh & Al-Najjar, 2007)، صعوبة الحصول على التمويل الكافي، وإن الشركات تركز على الجانب التجاري أكثر من الصناعي، إضافة إلى تركيز الشركات على الديون قصير الأجل أكثر من طويلة الأجل. ولذلك فإن هذه الدراسة سوف تساعد في توفير معلومات ضرورية وإضافية عن أهم ما يؤثر على سرعة التعديل الحاصلة في هيكل رأس المال من قبل الشركات في القطاع الصناعي، وماهو النمو الاقتصادي السائد والذي يمكن أن يؤثر به.

## 3.1 أهداف الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة فإنها تهدف إلى ما يلي:

1. معرفة المستوى المستهدف لنسبة المديونية لدى الشركات الأردنية الصناعية والتي تسعى للمحافظة عليه.
2. معرفة العلاقة ما بين النمو الاقتصادي وسرعة تعديل هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

## 4.1 أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في تناول موضوع يُهم الشركات المدرجة في بورصة عمان، فإنه يتمثل بحالة عدم الاستقرار الاقتصادي التي شهدها الاقتصاد الأردني خلال العقود السابقة والتي أثــرت بشكل مباشر في قرارات الشركة الاستثمارية والمالية، وأثرت في أداء السوق بشكل عام، وبالتالي ستساعد هذه الدراسة أصحاب القرار في الشركات المدرجة في بورصة عمان للكشف عن تــأثير النمو الاقتصادي والظروف الاقتصادية السائدة على القرارات المالية للشركات، ودورها في تحديد سرعة تعديل هيكل رأس المال، وأظهرت أهميتها من قلة الدراسات التي تناولت موضـــوع أثــر الظروف الاقتصادية كالنمو الاقتصادي على سرعة تعديل هيكل رأس المال، وذلك حســب علــم الباحثة، حيث تبين أيضا أنه لا توجد دراسات في الأردن تناولت هذا الموضوع بالرغم من وجود بعض الدراسات التي تناولت الحديث عن هيكل رأس المال وسرعة التعــديل وأثــر خصــائص الشركة على ذلك.

## 5.1 فرضيات الدراسة:

لتحقيق أهداف هذه الدراسة، فإنها تناولت العديد من الفرضيات التالية:

**الفرضية الأولى:** هناك مستوى مستهدف لنسبة المديونية لدى الشركات الأردنية الصناعية تسعى للمحافظة عليه.

**الفرضية الثانية:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين النمو الاقتصادي، وسرعة تعديل هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

## 6.1 هيكل الدراسة:

يتضمن هيكل الدراسة خمسة فصول وهي:

**الفصل الأول:** يحتوي هذا الفصل الإطار العام للدراسة، حيث يتضمن المقدمة، ومشكلة الدراسة، وأهدافها، وأهميتها، بالإضافة إلى الفرضيات.

**الفصل الثاني:** يحتوي هذا الفصل الإطار النظري للدراسة، بالإضافة إلى الدراسات السابقة التي لها علاقة بشكل واضح بموضوع الدراسة.

**الفصل الثالث:** يتضمن هذا الفصل منهجية الدراسة، ويتكون من مجتمع وعينة الدراسة، ومصادر جمع البيانات، ومتغيرات الدراسة، ونموذج الدراسة، ، بالإضافة إلى أسلوب التحليل المستخدم في هذه الدراسة.

**الفصل الرابع:** يحتوي هذا الفصل عرضاً مفصلاً للنتائج كافة التي تم الوصول إليها في هذه الدراسة، بالإضافة إلى شرح هذه النتائج ومناقشتها.

**الفصل الخامس:** يتضمن هذا الفصل ملخصاً للنتائج كافة، وبالإضافة إلى التوصيات المتعلقة بالدراسة.

# الفصل الثاني:

# الإطار النظري

- ✓ المقدمة
- ✓ نظريات هيكل رأس المال
- ✓ النمو الاقتصادي
- ✓ العلاقة ما بين النمو الاقتصادي وهيكلة رأس المال

# الفصل الثاني
# الإطار النظري والدراسات السابقة

## 1.2 المقدمة:

تهدف هذه الدراسة إلى استقصاء أثر النمو الاقتصادي السائد على سرعة تعديل هيكل رأس المال وذلك من خلال أثره المباشر وغير المباشر على قرارات الشركة التمويلية، ونوعية التمويل المستخدم في تمويل الفرص الاستثمارية المنافسة. حيث يتناول هذا الفصل من الدراسة الإطار النظري لنظرية تكلفة تبادل المنافع Trade-off Theory والتي يتم من خلالها تحديد ما إذا كانت الشركة لديها مستوى مستهدف لهيكل رأس المال، وما هي سرعة التعديل إذا كان هناك أية انحرافات عند ذلك المستوى، ويتناول أيضا أثر الظروف الاقتصادية السائدة كحالة النمو الاقتصادي على قرارات الشركة المالية وسرعة التعديل، كما يبرز الفصل الدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع الدراسة.

## 2.2 نظريات هيكل رأس المال:

يعرف هيكل رأس المال بأنه:"مجموعة من المصادر التي تعتمد الشركة عليها بهدف تمويل استثماراتها، من أجل تسديد الديون كافة التي سوف تتحملها الشركة، سواء أكانت ديون طويلة الأجل أو قصيرة الأجل" (Deangelo *et al*, 2011, pp.236). ولقد عرفه Usyal, 2011, (pp.2) بأنه: "الآلية التي يتم من خلالها تمويل إجمالي الموجودات المتعلقة باستثمارات الشركة،

ويكون ذلك من خلال الجانب الأيسر للميزانية العمومية، وهو المطلوبات وحقوق المساهمين التي تبين وتوضح جميع وسائل التمويل التي تستخدمها الشركة".

لذلك فإن هيكل رأس المال هو: "ما يقوم على عدة مصادر مختلفة، تقوم الشـركة مـن خلالهـا بالحصول على الأموال من أجل تمويل الاستثمارات القائمة بها". ويعود الأساس النظري لنظريات هيكل رأس المال إلى (Modigliani & Miller, 1958) حيث توصلا إلى أن قيمـة الشـركة لا تتأثر بهيكل رأس المال، بمعنى أن قيمة الشركة لا تتأثر بشكل ونوع التمويل المستخدم في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة .

(1958) Modigliani & Miller يريا أن ربحية الفرص الإستثمارية هي المحدد الرئيس لقيمة الشركة، واستندا (Modigliani & Miller, 1958) في نظريتهما عن هيكل رأس المال إلى العديد من الفرضيات غير الواقعية، والتي ساهمت في خلق جدل واسع أدى إلى ظهور العديد من نظريات هيكل رأس المال قامت معظمها على عدم واقعية تلك الفرضيات. فقد اقترح (1958 Modigliani & Miller,) أن سوق رأس المال سوق مثالي واستبعدا وجود أية معوقات تحد من قدرة الشركة بالوصول إلى التمويل اللازم للفرص الاستثمارية المتاحة، فقد افترضا غياب مشكلة الوكالة وتماثل المعلومات وغياب احتمالية الإفلاس بغض النظر عن مستوى الدين المستخدم في التمويل، كما افترضا غياب المظلة الضريبية للدين، وهذه الفرضيات جميعها لا تتلاءم وواقع أسواق رأس المال، سواء في الدول النامية أو المتقدمة. الأمر الذي أدى إلى مراجعة واقعية تلك الفرضيات واستقصاء ما تكون عليه قرارات الشركة المالية والاستثمارية في حالة استبعاد فرضيات(Modigliani & Miller, 1958)).

وقد بقيت هذه النظرية من الركائز الأساسية لنظرية هيكل رأس المال، وقـام (1977) Myers بتطوير نموذج عرف باسمه ركز من خلاله على تأثير التمايز في معدلات الضريبة على دخـل الأفراد من ناحية، والدخل الخاص بالشركات من ناحية أخرى، وبالإضافة إلى معرفة تأثير ذلـك على تكلفة الاقتراض لكليهما، وقد تبين أنه يمكن إرتفاع القيمة السوقية لأي شركة من خلال وجود الرفع المالي الخاص بها، ولقد راجع (Modigliani & Miller, 1963) بعض تلك الافتراضـات وبالتحديد فيما يتعلق بالضرائب وما تحققه من منافع للشركة نتيجة استخدام الـدين، حيـث يـتم اقتطاع الفوائد المدفوعة على الدين من الدخل الخاضع للضريبة، وهو يؤدي بدوره إلـى زيـادة صافي الدخل المتاح للتوزيع، وأثر ذلك الإيجابي على قيمة الشركة، وعليه فإن استخدام الـدين، سوف يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة.

إلا أن (Modigliani & Miller, 1963) إستبعدوا تكاليف الوكالة والإفلاس الناتجة عن التوسـع بإستخدام الدين، فوجود هذه التكاليف قد يحد من صافي المنافع الناتجة عن إستخدام الدين وهو ما قد يدفع بالشركة إلى المفاضلة بين المنافع والتكاليف لتحديد المستوى الأمثل لهيكـل رأس المـال الذي يتحدد عند النقطة التي يتساوى بها التكاليف الحدية (Marginal Cost) للوحـدة الإضـافية المستخدمة من الدين مع منافعها الحدية (Marginal Benefit) وهذا ما أدى إلى ظهور نظريـة المبادلة لهيكل رأس المال Trade off Theory والتي يتم تناولها في الجزء التالي.

### 1.2.2 نظرية تبادل المنافع Trade-Off Theory:

تعود هذه إلى النظرية لـــــــــــ (Modigliani & Miller) وذلك في عام 1963 ، حيـث قام كل من (1963) Modigliani & Miller بالحديث عن الإعفاء الضريبي للـدين، حيـث أن

التمويل بالدين أقل. كلفة من التمويل بالأسهم وهذا يؤدي إلى إزدياد قيمة الشركة من خلال زيادة حجم الدين المستخدم في التمويل، ويرجع السبب الرئيسي في حدوث ذلك؛ إلى أن الفوائد الحاصلة من قبل الديون يتم اقتطاعها من ربحية الشركة عند حساب ضريبة الدخل.

تعتمد نظرية التبادل على الوفر الضريبي (**Tax shield**)، ومنافع انخفاض تكاليف الوكالة والتدفقات النقدية وتكاليف الإفلاس، بالإضافة إلى تكاليف الوكالة للدين، وذلك لتفسير الاختلافات الحاصلة في قرار التمويل بالنسبة لأنشطة الشركة، لمحاولة التسوية بين فوائد التمويل من خلال استخدام أموال الاقتراض وتكاليفه، وتؤكد هذه النظرية وجود هيكل رأس مال يتصف بالمثالية بالنسبة للشركة، والذي تتحقق من خلاله أعلى قيمة لها، ويتم تحديده من خلال المستوى الذي يتم فيه التساوي ما بين المنافع الحدية للوحدة الإضافية للدين مع كافة تكاليفه الحدية (Zurigat & Al- Mwalla, 2011).

واستبعد كل من:(1963)Modigliani & Miller أية تكاليف للدين، أي إن الدين له تكاليف تلغي منافع وتعادل منافع ، لهذا السبب هناك مستوى من هيكل رأس المال تتحقق عنده أهداف الشركة في تعظيم قيمتها، وشكل النظرية يتضمن تكاليف الإفلاس (BankruptcyCost) وهي أن زيادة استخدام الدين إلى مستويات مرتفعة ستؤدي إلى زيادة احتمالية الإفلاس، أي عدم القدرة على السداد وهو ما قد يدفع الدائنين إلى طلب علاوة مخاطر تؤدي إلى زيادة تكاليف التمويل بالدين.

وفي ضوء ذلك فإن للدين منافع وتكاليف، حيث أن المنافع تتكون من المظلة الضريبية وإنخفاض تكاليف الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة، بينما التكاليف تتكون من تكاليف الإفلاس والوكالة، حيث تقوم المظلة الضريبية بجعل تكلفة التمويل بالدين اقل من تكلفة التمويل بالأسهم، وهو ما يزيد من قيمة الشركة بزيادة التمويل عن طريق الدين، و يرجع ذلك الى أن الفوائد على

الديون تقتطع من الدخل الخاضع لضريبة الدخل، فقيمة الشركة المقترضة تزيد عندما تعتمد بشكل كامل على التمويل بالدين (Modigliani & Miller ,1963).

أضف إلى ذلك فإن للدين منافع إلى جانب المظلة الضريبية تكمن في معالجة وتخفيض من تكاليف الوكالة الناتجة عن الفصل بين الإدارة والملكية وقد أشار كل من: (Jensen & Meckling, 1976) إلى أن هذا الفصل سوف يؤدي إلى تضارب المصالح بين الإدارة وحملة الأسهم، ناتج عن استغلال الإدارة لمقدرات الشركة لمصلحتهم الخاصة، وهو ما يدفع المساهمين إلى إتخاذ الإجراءات التي تحد من قدرة الإدارة على التصرف بأموال الشركة، ويتمكن مالكو الأسهم من تخفيض تضارب المصالح مع الإدارة من خلال تأسيس نظام جيد للحوافز، مع الأخذ بعين الاعتبار تحمل المالكين لتكاليف المراقبة (MonitoringCosts) لتخفيض أي نشاطات غير مناسبة للإدارة، حيث إن الإدارة تتخذ عدداً من الإجراءات من أجل ضمان مصلحة المالكين وزرع الثقة فيهم، ومن أجل ضمان ذلك فإن الشركة تتحمل نوعاً أخر من التكاليف وهو ما يعرف (BondingCosts) تكاليف التعاقد (Jensen & Meckling, 1976).

أما تكاليف الإفلاس، فتعد تكاليف حاصلة عن مدى قيام الشركة باستخدام كثير من الديون في هيكل رأس المال الخاص بها، مما ينتج عن ذلك عدم قدرة الشركة على الإيفاء بالالتزامات المالية كافة (Titman,1984). ولقد أثبت كل من (Haugen & Senbet,1978) في دراستهم بأن تكاليف الإفلاس يجب أن تتميز بالبساطة وعدم تأثيرها، وذلك في حالة عدم إفتراض تحديد أسعار سوق رأس المال بطريقة تتميز بالتنافسية الحاصلة من قبل المستثمرين. وتكاليف الإفلاس نوعان: تكاليف الإفلاس المباشرة وتضمن التكاليف القانونية والإدارية لعملية الإفلاس، وتكاليف الإفلاس

غير المباشرة وتحتوي الخسارة من الأرباح التي تتحملها الشركة وتنتج عدم توفر الرغبة لدى المساهمين ومساعدتهم بالأعمال الخاصة بالشركة، إضافة إلى ارتفاع تكاليف المحافظة على العملاء واسترجاعهم، وهذا سيؤدي بدوره إلى ارتفاع تكاليف التمويل بالدين(Warner, 1977 ). ولكون هيكل رأس المال الأمثل يتحدد عند النقطة التي تتساوى عندها تكاليف الإفلاس مع منافع التمويل بالدين، وفي حال كانت احتمالية الإفلاس التي تواجهها الشركة أكبر نتيجة الزيادة في تكلفة الديون تلجأ الشركة إلى تخفيض مستوى الدين المستخدم لتمويل الفرص الاستثمارية الجديدة (pettit & singer ,1985) ، وهذه التكاليف والمنافع ليست المنافع أو التكاليف الوحيدة للدين، فهناك أيضاً تكاليف الوكالة الناتجة عن مخاطر نقل الثروة (Assets Substitution Problem)وهذه المشكلة التي تؤدي إلى تضارب المصالح بين حملة الأسهم (Stockholders) وحملة السندات (Bondholders) أو أصحاب الدين، وهو ما يدفعهم إلى طلب علاوة مخاطر، ويؤدي إلى زيادة تكاليف التمويل بالدين، الأمر الذي يدفع الشركة إلى التخلي عن بعض الفرص الاستثمارية المربحة مسببة مشكلة تراجع الاستثمارات (UnderInvestment) (Jensen & Meckling, 1976).

وتتعاظم تكاليف الوكالة بين الإدارة والمساهمين عندما تتوفر التدفقات النقدية أو سيولة كبيرة تحت تصرف الإدارة، وهُو قد يُستغل من قبل الإدارة لتحقيق أهدافها، على حساب المساهمين (Brigham& Ehrhardt,2010)، وقد اقترح (1986) Jensen استخدام الدين (Debt) وتوزيع الأرباح (Dividends) كوسائل لمعالجة تكاليف الوكالة الناتجة عن الفصل بين الإدارة والملكية، وتوفر التدفقات النقدية. وإنّ استخدام الدين سيحد من تكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب مصالح

الإدارة مع مصالح المساهمين، بسبب ما يترتب على الدين من التزامات مالية تحد من قدرة الإدارة على التصرف لوجوب دفعها، وألا تتعرض الشركة للإفلاس وتخسر الإدارة أعمالها.

والتكاليف ترتبط بشكل كبير بالتدفقات النقدية الحرة، وقد عرف (Jensen, 1986) التدفقات النقدية الحرة بأنها: تلك الفوائض من التدفقات النقدية بعد تمويل الشركة لكل مشاريعها الاستثمارية، الموجبة لصافي القيمة الحالية عند خصم تكلفة رأس المال، وفقا لذلك فإن المديرين الذين لديهم مزيدٌ من التدفق النقدي الحر اللازم لتمويل المشاريع المربحة كافة والمتاحة للشركة، وبذلك يكون لديهم حافز للاستثمار الفائض النقدي في المشاريع المربحة جميعها، ويعد التدفق النقدي الحر نقدية فائضة موضوعة تحت تصرف الإدارة من أجل دفع النفقات الاختيارية كالتوسع في الاستثمار، والتوزيعات النقدية، مما يجعل ارتفاع قيمة التدفق النقدي الحر مصدراً لحدوث تضارب في المصالح بين الإدارة والمساهمين، هذا يؤدي إلى ارتفاع التكاليف المتمثلة بانخفاض القيمة السوقية للشركة التي تنتج عن اعتقاد المساهمين، بأن المديرين يعملون على استغلال موارد الشركة لتحقيق مصالحهم الشخصية وبالتالي نقل الثروة لصالحهم على حساب المساهمين مما يخفض القيمة السوقية للشركة (Jensen, 1986).

وعليه فإن المستوى الأمثل لهيكل رأس المال الذي عنده يمكن تعظيم قيمة الشركة يعتمد على حجم المنافع و التكاليف الحدية لكل وحدة إضافية من الدين المستخدم، وهذا هو الأساس الذي قامت عليه نظرية هيكل رأس المال المستهدف (Target adjustment theory) و التي تنص على ان الشركة ستقوم بتعديل هيكل رأس المال لديها للوصول الى المستوى المستهدف عند حدوث اي انحرافٍ عن ذلك المستوى المستهدف_(Target Capital Structure). إلا أن سرعة تعديل هيكل رأس المال تعتمد على حجم المنافع والتكاليف وهي المحددات الرئيسية لسرعة التعديل،

فإذا كانت المنافع أكبر من التكاليف فإن الشركة ستسعى إلى تعديل مستوى هيكل رأس مالها بسرعة، أما إذا كانت التكاليف أكبر من المنافع فإن توجد صعوبة لدى الشركة من ناحية تعديل هيكل رأس مالها، ويرى (Modigliani & Miller,1963) أنه الأمثل للشركة تمويلها من الدين للاستفادة من قابلية اقتطاع الضريبة، ويمكن زيادة قيمة الشركة بالاعتماد على استخدام الدين وذلك للأخذ بالاعتبار إمكانية خصم مدفوعات الفائدة من دخل الشركات الخاضع للضريبة، وعلى الرغم من أن ذلك الارتفاع في استخدام الدين سيؤدي إلى زيادة إحتمالية الإفلاس (Barclay & Smill, 1995,1999). ويترتب على ذلك نشوء تكاليف الإفلاس والوكالة، والتي تتعدى المزايا الضريبية الحاصلة جميعها، نتبين مما تقدم أن ذلك سيؤدي إلى البحث عن هيكل رأس مال أمثل عند نقطة معينة، تكون بها المنافع الحدية لكل وحدة إضافية مستخدمة من الدين مساوية لتكاليفها الحدية (Tong& Green, 2005) وهذا يدل على تعديل هيكل رأس المال المستهدف من خلال الشركات، وذلك من أجل الحفاظ على الرافعة الفعلية للمستوى المستهدف (Zurigat & Al-Mwalla, 2011).

<u>2.2.2 نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل :(The Pecking Order Theory)</u>

ظهرت نظرية اختيار مصادر التمويل نتيجة عدم تماثل المعلومات ما بين الشركة والمستثمرين، وذلك من ناحية القيمة الحقيقية للعمليات الحالية والمستقبلية كافة، حيث إن رأس المال الخارجي وهو ما يتضمن الديون والأسهم يكون مكلفاً بشكل نسبي، أكثر من رأس المال الداخلي كالأرباح المحتجزة (Zurigat, 2009).

ويرجع أساس هذه النظرية إلى (Donalson, 1961)، حيث قام بدراسة الإدارة المالية للشركات الأمريكية باستخدام عينة صغيرة نسبياً من الشركات كبيرة الحجم، وقد توصل في دراسته إلى أن

الإدارة تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، وذلك من خلال رصد جزء من صافي الأرباح التي تحققها الشركة لغايات تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة، ويعزى ذلك إلى تكاليف المعاملات (Transaction Costs) وهي تؤدي إلى خلق تفاوت في التكاليف ما بين مصادر التمويل المتاحة للشركة.

وقد قامت دراسة (Myers, 1984)، بترتيب التمويل طويل الأجل حسب الأفضلية من قبل الشركات إلى تمويل ذاتي، وهي الأرباح المحجوزة والاحتياطات، والتمويل الخارجي في حال احتاجت الشركة إليه، وفي تلك الحالة تصدر الشركة سندات دين، ومن ثم تصدر أدوات مالية كالسندات أو الأسهم الممتازة والمشروطة بأنها قابلة للتحويل، وتصدر أسهماً عادية، وهو أخر ما تقوم به الشركة، وقد قامت نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل على الربط ما بين سياسة توزيع الأرباح مع تسلسل المسلك التمويلي، حيث أنها تبين وجوب تكييف الشركة بإدارة سياستها في توزيع الأرباح مع القروض الاستثمارية المتاحة، وأنه إذا زادت التدفقات النقدية الداخلية عن التدفقات النقدية الخارجية، وهذا سيدفع الشركة إلى الاحتفاظ بالفائض على شكل نقدية أو على شكل استثمارات أو على شكل استثمارات مؤقتة، أو أنها سوف تقوم بتوزيع الأرباح، أو باسترداد جزء من أسهمها المتداولة، أو قيامها بسداد ديون عليها، ولو كانت التدفقات النقدية الخارجية أعلى من التدفقات النقدية الداخلية، فسوف تقوم الشركة باستخدام فائض النقدية المخصص لديها، أو أنها ستبيع من استثماراتها المؤقتة، وربما تضطر إلى الاقتراض الخارجي، أو تلجأ إلى حل أخر، وهو قيامها بإصدار أسهم عادية.

وتبين (Pecking Order Theory) من خلال دراسة (Myers & Majluf, 1984) نظرية عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information Theory)، إن التفاوت في تكاليف مصادر

التمويل المتاحة للشركة يظهر نتيجة نظرية عدم تماثل المعلومات ما بين الإدارة وأطراف السوق المختلفة، من المستثمرين الداخليين، والمقرضين، إضافة إلى حاملي الأسهم، وذلك سوف ينعكس على تقييم إصدارات الأسهم بالتوافق مع درجة عدم تماثل المعلومات، من خلال طلب علاوة تعويض على المخاطر كافة، التي قد تحصل نتيجة استغلال إدارة الشركة من أجل تحقيق أهدافها على حساب الآخرين.

ويتصف السوق الأردني بصغر حجمه وضعفه، حيث إن المعلومات لا تكون متوفرة لكافة المستثمرين الخارجيين بشكل سهل، مما يؤدي ذلك إلى وجود مخاطر على هؤلاء المستثمرين الخارجيين، مما يدفعهم إلى المطالبة بعلاوة أكثر، أو الحصول على أسهم بسعر أقل، لعدم قدرتهم على متابعة جميع الجوانب المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية. وإضافة إلى السلوك الإداري المتبع من قبل الإدارة، وسيعمل هذا على ارتفاع تكاليف التمويل الخارجية، وتشجيع الشركات الأردنية على الاعتماد على الأموال الناتجة من الأرباح المدورة، بدل من الحصول على الأموال الخارجية (من خلال الديون)، واستخدام الدين بشكل كبير فقط، عندما تكون الشركات بحاجة ماسة إلى التمويل الخارجي، ولذلك يتوقع أن تكون نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل أكثر تطبيقاً لدى الشركات الأردنية (Zurigat, 2009).

## 3.2 النمو الاقتصادي:

يتأثر هيكل رأس المال بخصائص الشركة الداخلية كالحجم، والربحية، والسيولة، والعوامل الخارجية كالظروف الاقتصادية مثل: النمو الاقتصادي الذي له أثر واضح ومباشر على وضع الشركة ككل، وقد قامت دراسة (Olofin & Afangideh,2008, pp.3) بتعريف النمو الاقتصادي بأنه: "عملية يتم من خلالها زيادة الدخل الحقيقي بشكل متزايد ومستمر عبر فترة من الزمن، ويشترط بتلك الزيادة أن تكون أعلى من معدل النمو لسكان الدولة، ولكن بشرط توفر الخدمات الإنتاجية والاجتماعية وحماية أي موارد متجددة من التلوث الحاصل".

أما دراسة (Mahmud, 2003) فقد عرفت النمو الاقتصادي على أنه: عملية تحتوي تحقيق معدل نمو عالٍ، وذلك لمتوسط دخل الفرد الحقيقي ويكون خلال فترة من الزمن، ولكن بشرط أن لا يتم من جراء ذلك تدهور في توزيع الدخل، أو زيادة في مستوى الفقر العام في الدولة.

ويعرف النمو الاقتصادي من قبل الباحثة على أنه: عملية يتم من خلالها تحقيق هدف أساسي وهو زيادة دخل الفرد الحقيقي، ويكون ذلك من خلال زيادة كمية سلع الخدمات التي يقدمها اقتصاد ما، وإن هذه السلع يتم إنتاجها من خلال استخدام العناصر الإنتاجية الرئيسية كافة.

وتعتبر المتغيرات الاقتصادية الكلية لها تأثير مباشر على النمو الاقتصادي للدولة كالتضخم، نسبة الفائدة، الناتج المحلي الإجمالي، معدل البطالة، وميزان المدفوعات وغيره من المتغيرات (Kashi & Tash, 2014).

ولقد عرف (Pilinkus & Boguslauskas, 2009) المتغيرات الاقتصادية الكلية، بأنها عبارة عن عوامل لها تأثير في الدولة كالتضخم، الناتج المحلي الإجمالي، أو الناتج الصناعي، ونسبة الفائدة، وعرض النقود، وسعر الصرف، ونسبة البطالة وغيرها.

أما (Silva *et al*, 2014) قاموا بتعريف المتغيرات الاقتصادية الكلية بأنها: تلك المتغيرات التي تتضمن أسعار الفائدة، سعر الصرف، نسبة التضخم، ومعدل الناتج المحلي الإجمالي، والتي لها تأثير مباشر وواضح على النشاط والوضع الاقتصادي.

### 1.3.2 العوامل المؤثرة على النمو الاقتصادي:

يوجد العديد من العوامل التي لها تأثير على النمو الاقتصادي في الدولة، ومن أهم تلك العوامل:

1. الاستثمار، حيث إن الاستثمار يلعب دور كبير ومباشر في النمو الاقتصادي المتعلق بالدولة، وتم تحديد ذلك من خلال نموذجين للنمو هما: الكلاسيكي والذاتي، فيوضح النموذج الكلاسيكي تأثير الاستثمار على النمو الاقتصادي من خلال الاعتماد على الفترة الانتقالية فقط، بينما النموذج الذاتي يبرز من خلال الاعتماد عليها بشكل دائم (Eideh, 2014).

2. الابتكار الحاصل في قسم البحث والتطوير، حيث إن ذلك يساهم بدور كبير ورئيس في التقدم الاقتصادي الذي تتعرض له الدولة، بالإضافة إلى زيادة الإنتاجية والنمو، ويعود السبب الرئيس في ذلك إلى الاعتماد بشكل متزايد وكبير على استخدام التكنولوجيا، التي تساعد في إدخال العديد من منتجات وعمليات جديدة ومبتكر(Eideh, 2014) .

3. السياسات الاقتصادية والظروف الاقتصادية الكلية بالإضافة إلى محددات الأداء الاقتصادي، حيث إن للسياسات الاقتصادية تأثيراً مباشراً في العديد من الجوانب المتعلقة بالاقتصاد كالاستثمار في رأس المال البشري، والبنية التحتية، أما بالنسبة للظروف الاقتصادية الكلية فتعتبر من العوامل المؤثرة في النمو الاقتصادي، ولكن ليس بشكل كافٍ (Fischer, 1993)، وتبين أنه في حالة وجود عدم استقرار في الظروف الكلية فيؤثر سلبياً على النمو من ناحية الانتاجية والاستثمار كالتعرض إلى مخاطر عالية.

4. الانفتاح التجاري الحاصل ما بين الدول هو من العوامل الرئيسية المؤثرة في النمو الاقتصادي، وتبين من خلال العديد من الدراسات كدراسة (Dollar, 1992), (Edwards, 1998 Dollar & Kraay, 2000) أنه توجد علاقة إيجابية ما بين الانفتاح والنمو الاقتصادي.

5. الاستثمار الاجنبي، حيث إن له دوراً أساسياً في تطوير النمو الاقتصادي وانتعاشه في معظم الدول (Eideh, 2014).

6. الهيكل المؤسسي المعد في الدولة، تعد عاملاً مؤثراً في التشكيل الاقتصادي ومدى تطوير ونموه بشكل كبير وواضح، وذلك على المدى الطويل (Eideh, 2014).

7. العوامل السياسية، فقد تبين من خلال الدراسات السابقة التي قامت بمعرفة العوامل المؤثرة في النمو الاقتصادي كدراسة (Kormendi & Meguire, 1985), (Lensink *et al*, 1999 (Lensink, 2001), وجود علاقة ما بين الوضع السياسي والنمو الاقتصادي المتعلق بالدولة بشكل واضح.

## 2.3.2 أهمية النمو الاقتصادي:

للنمو الاقتصادي أهمية كبيرة في الدول، حيث أنه يعمل على زيادة الدخل القومي في الدولة، مما يحفز على وجود اقتصاد نامٍ وجيد (Olofin & Afangideh, 2008)، يؤدي إلى تخفيض أية فوارق اجتماعية واقتصادية ما بين الطبقات المتواجدة في هذا المجتمع، وزيادة الفرص لدى الأفراد من ناحية توفير عمل لهم، ويعمل على توفير السلع والخدمات كلها التي يحتاجها الفرد، ويعمل على تحسين الوضع الصحي والثقافي والتعليمي، وله أهمية كبيرة في زيادة الدخل الحقيقي للفرد، مما يؤدي إلى تحسن معيشتهم، ويعمل على تحقيق الأمن القومي المتعلق بالدولة إضافة إلى الاستقرار، بالإضافة إلى تحسين وتطوير الوضع الحاصل لميزان المدفوعات (Mahmud *et al*, 2009). ويعتمد نجاح سوق رأس المال في أي دولة على النمو الاقتصادي، حيث يؤدي ذلك إلى زيادة الاستثمارات، ومن ثم زيادة في الطلب والتمويل، بسبب العمليات التي تحدث وتعمل على تحريك سوق رأس المال، وهذا يمكنه من التأثير في الطلب بالديون، ويزيد من الطلب من ناحية تقديم الضمانات للحفاظ وحماية حقوق المساهمين وذلك بشكل كبير وملحوظ، لأن الهدف الأساسي لأي مستثمر في الشركة، هو تحقيق أرباح بأكبر عائد ممكن، مع القدرة على حماية الاستثمار المتعلق به من قبل الشركة.

### 3.3.2 على ماذا يؤثر النمو الاقتصادي؟:

يوجد العديد من الأوضاع والحالات يؤثر عليها النمو الاقتصادي السائد، ومن بينها (Ildiko *et al*, 2011):

#### 1.3.3.2 الوضع الاقتصادي:

الهدف الأساسي من الأسواق المالية، أنها تقوم على تحديد وتوضيح الوضع الاقتصادي الحاصل، ومن أهم هذه العوامل المتغيرات الاقتصادية التي تتمتع بها أي دولة، ولتلك العوامل تأثير واضح ومباشر على عملية الاستثمار التي تحدث في الدولة، إضافةً إلى ظروف عدم الاستقرار، ولها تأثير واضح على الوضع الاقتصادي، ومدى استقرار وضع الدولة اقتصاديا، إضافة إلى أهم الخصائص والسمات التي تتمتع بها الدولة بشكل مباشر، مثل مستوى النمو الاقتصادي السائد، نسبة التضخم، سعر الفائدة، ونسبة البطالة وغيرها من المتغيرات والعوامل الأخرى، والتي تؤثر مباشرة على وضع الشركة من ناحية نوعية الاستثمار الذي تمارسه الشركة، ومدى حجمه، ويؤدي ذلك إلى قيام الدولة بإعداد الخطط والتحرك من خلال وضع سياسات واستراتيجيات تعمل بشكل مباشر وواضح على حدوث الاستقرار الاقتصادي، سواء على المستوى النقدي أو المالي.

#### 2.3.2.3 وضع الشركة:

إن النمو الاقتصادي له تأثير مباشر على الدولة، وخاصة من شركة إلى أخرى، حيث إن المستوى لقياس ذلك هو وضع الشركة من ناحية المنافسة مع غيرها من الشركات ووضع هيكل التمويل لها، ولا بد عند تحليل الوضع المالي والاقتصادي لشركة ما، أن تتوفر لديها جميع المعلومات المتعلقة بها، وذلك من أجل تحديد وضعها الاقتصادي بشكل صحيح، فأي معلومة خاطئة متعلقة

بالشركة سوف تؤدي إلى الحصول على تحليل للوضع الاقتصادي الخاص بالشركة، بشكل غير صحيح.

**4.2 العلاقة ما بين النمو الاقتصادي وسرعة تعديل هيكل رأس المال:**

للوضع الجيد للشركة تأثير واضح ومباشر على سرعة تعديل هيكل رأس مالها، فكلما كان وضع الشركة جيداً كانت القرارات المالية المتعلقة بها جميعها والمتخذة من قبلها تؤثر إيجابياً على قيمتها، إلا أنه توجد مخاطر(systematic risk) لا يمكن معالجتها بالتنويع، مما يدفع المستثمر إلى طلب علاوة مخاطر، للعمل على ارتفاع تكاليف التمويل، وبالتالي تخلي الشركة عن الفرص الاستثمارية لارتفاع تكاليف تمويلها. وبناء عليه فإن الوضع الاقتصادي الجيد يساهم في تقليل المخاطر الاقتصادية، وبالتالي انخفاض تكاليف التمويل بالدين، وزيادة المنفعة الحدية للدين، واستخدامه وصولاً إلى المستوى الأمثل، الذي يساهم في تعظيم القيمة السوقية للسهم، ويزيد بدوره من سرعة التعديل، والعكس في حالة الظروف السيئة.

ومن ضمن الدراسات التي قامت بدراسة ذلك الأثر، ومعرفة تلك العلاقة دراسة ( Cook & Tang, 2010)، حيث قاما بدراسة العلاقة ما بين المتغيرات الاقتصادية وسرعة تعديل هيكل رأس المال، وقد اعتمدا على نسبة المديونية وهي الرافعة المالية وصنفاها إلى رافعة مالية دفترية ورافعة مالية سوقية من أجل قياس سرعة تعديل هيكل رأس المال، بينما تم الاعتماد على المتغيرات الاقتصادية وهي: الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الفائدة. وقد تبين من خلال النتائج التي توصلوا إليها أنه يوجد تأثير للمتغيرات الاقتصادية على تحليل الوضع المالي للشركة، وأنه يوجد سرعة تعديل لدى الشركات في الحالة التي يكون بها الوضع الاقتصادي جيداً، وأن

الشركات التي لديها سرعة تعديل يكون لديها رأس مال خارجي أفضل من غيرها بكثير، ودراسة (Sinha & Ghosh, 2010)، فقد حاولا محاولة معرفة العلاقة التي تربط بين سرعة تعديل هيكل رأس المال والمتغيرات الاقتصادية، ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن سرعة تعديل هيكل رأس مال الشركة تتأثر بالمتغيرات الاقتصادية في البلاد، وأن الظروف الاقتصادية لها تأثير من ناحية اتخاذ قرارات تتعلق بسرعة تعديل هيكل رأس المال الخاص بالشركة. أما Lemma & (Negash,2013) فقد أوضحا في دراستهما أنه يوجد العديد من المتغيرات الاقتصادية الكليةُ، لها تأثير على قرارات هيكلة رأس المال وذلك كمعدل النمو الاقتصادي والتضخم. و(Bokpin,2009) قام بفحص تأثير العوامل الاقتصادية الكلية بالنسبة لهيكل رأس مالها، ولقد تبين له وجود تأثير لمعظم المتغيرات الاقتصادية الكلية على هيكل رأس المال للشركات، وتبين له أيضاً وجود علاقة للناتج المحلي الإجمالي بشكل سلبي مع هيكل رأس المال.

وتعتبر المتغيرات الاقتصادية الكلية ذات أهمية عالية، وذلك لأنه يمكن من خلالها معرفة الوضع الاقتصادي الذي تؤول إليه الدولة، حيث قام عدد من الباحثين بالحديث عن المتغيرات الاقتصادية الكلية بكافة أنواعها المتعددة كافة كـ( Kalra, 2012, Hussin *et al,* 2012, Lai, 2014)، وغيرهم من الدراسات، ولكن لم يتطرقوا إلى ربطها مع هيكلة رأس المال من ناحية سرعة تعديلها، ومدى تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية عليها إلا في دراسات قليلة جدا ويمكن حصرها. ولقد لوحظ أن المتغيرات الاقتصادية الكلية لها أهمية وتأثير إيجابي وسلبي في الوقت نفسه، يختلف من دولة لأخرى، حيث أنه من الممكن أن يكون تأثير أحد المتغيرات الاقتصادية الكلية على دولة ما إيجابياً بينما في الوقت نفسه يمكن أن يكون للمتغير تأثير سلبي على دولة أخرى، فأي متغير اقتصادي يدل على نشاط الدولة اقتصاديا(Yilmaz, 2013).

لا تُوجد دراسات تحدثت عن العلاقة التي تربط ما بين النمو الاقتصادي وسرعة تعـديل هيكـل رأس المال إلا في دراسة (Mahmud, 2003). ومن خلال فحص العديد من الدراسات التي لها علاقة بموضوع هذه الدراسة، فقد تبين وجود علاقة تربط ما بين النمـو الاقتصـادي وسـرعة التعديل التي تحدث في هيكل رأس المال، وبخاصة المتغيرات الاقتصادية الكلية وسرعة تعـديل هيكل رأس المال، ولكن في عدة متغيرات وبنسب مختلفة حسب اختلاف الدولة ونوع الشـركة.

وقد أوضحت دراسة (Al-Adayley *et al*, 2013)، بأن القروض الخارجيّة لها تأثيرا سـلبيا على النمو الاقتصادي، بالمقابل كان تأثير الدين الداخلي ايجابيا على النـاتج المحلـي الاجمـالي الموجود في الأردن، وقد تبين أن الأردن تتمتع باقتصاد جيد نوعاً ما، ولكن عند مقارنتهـا مـع الدول المتقدمة فتبين بأنه إقتصادها ضعيف، وأنه سعر الفائدة من العوامل التي لها تـأثير علـى النمو الاقتصادي الموجود في الأردن وذلك من الفترة (1980-2012) وهي فترة طويلة نسـبياً لتوضيح النمو الاقتصادي الحاصل في الدولة.

## 5.2 الدراسات السابقة

تناولت العديد من الدراسات موضوع هيكل رأس المال، ومدى تأثير المتغيرات الاقتصادية عليه في الشركات المدرجة في الأسواق المالية وبخاصة في الدول المتقدمة، وقد قامت معظم الدراسات على محاولة معرفة مدى سرعة التعديل الحاصل على هيكل رأس مال الشركة، ودراسات أخرى على معرفة العوامل المؤثرة على النمو الاقتصادي في الدولة. يلاحظ من خلال الرجوع إلى أغلب الدراسات السابقة أنها كانت للدول المتقدمة، حيث افتقرت غالبية الدول النامية ومنها الأردن إلى مثل هذه الدراسات، وحسب علم الباحثة لا توجد دراسة عربية تطرقت إلى الحديث بشكل مباشر عن أثر النمو الاقتصادي على سرعة تعديل هيكل رأس المال.

ومن منطلق قلة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع بشكل مباشر، فقد تم تقسيم الدراسات السابقة إلى جزئين: تناول الجزء الأول دراسات في الأسواق النامية، بينما يتعرض الجزء الثاني إلى دراسات في الأسواق المتقدمة.

## 6.2 دراسات الأسواق النامية:

- (2009) **Zurigate**: هدفت هذه الدراسة إلى محاولة البحث في الأدلة التطبيقية على محدّدات هيكل رأس المال الأمثل، وذلك للشركات الأردنيّة المدرجة في بورصة عمان كافة، وذلك من خلال الاعتماد على نموذج الثبات المتعلق بالدراسات السابقة، وقد هدفت أيضاً إلى محاولة التحقق من مدى تفسير نظريّة (Trade-Off Theory) ونظرية Pecking Order Theory)) لهيكل رأس المال في السوق الأردني بإعتباره سوقاً نامياً. تكونت عينة الدراسة من مائة وأربع عشرة (114) شركة غير مالية مدرجة في بورصة عمان، تضمنت منها اثنتين وستين (62) شركة صناعية واثنتين وخمسين (52) شركة خدمية، وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين (2009-1997)، وقد تمثلت المتغيرات المستقلة بـ: حجم الشركة والموجودات الثابتة الملموسة، وفرص النمو، ونسبة الربحية، وتذبذب الأرباح بالإضافة إلى الوفورات الضريبيّة لغير الدين، بينما المتغير التابع فقد تمثل بنسبة الرافعة المالية (المديونية). أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة والموجودات الثابتة والربحيّة مع الرافعة المالية، وقد تبين وجود علاقة سلبيّة ذات دلالة إحصائية تربط بين فرص النمو والوفورات الضريبيّة لغير الدين وتذبذب الأرباح مع الرافعة المالية، وقد أوضحت النتائج أن قدرة الاقتراض محدودة بشكل واضح وكبير بالنسبة للشركات الأردنيّة، وهي تتوقع المخاطر كالأزمات المالية أو الإفلاس.

- **(2011)**[٧] **Zurigat & Al-Mwalla**: هدفت هذه الدراسة لمعرفة سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل وذلك على المدى القصير والطويل. تكونت عينة الدراسة من مائة وخمس (105) شركات غير مالية مدرجة في بورصة عمان، وذلك خلال الفترة الواقعة ما بين (2009-1997)، وقد استخدمت الدراسة أسلوب التقدير النقطي من أجل تحديد مدى انحراف الرفع المالي عن المستوى المستهدف، ومعرفة عدد النقاط في كل فترة من أجل قيام الشركة بتصحيح الانحرافات، وقد قامت الدراسة باستخدام نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي في تحليل البيانات المتعلقة بالدراسة كافة. أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات غير الماليّة الأردنيّة يوجد لديها نسبة رفع مالي مثلى، ولكن تتحرك بشكل بطيء نحو المستوى الأمثل، وقد تبين من خلال النتائج المتعلقة بالدراسة وجود جزء كبير من الانحرافات يتم تصحيحها خلال الفترتين: الأولى والثانية، وقد تبين أنه مرور الوقت يوجد صعوبة في تصحيح الانحرافات عندما تكون قريبة من المستوى الأمثل، وقد أوضحت الدراسة بأنه من خلال استخدام أسلوب التقدير النقطي من أجل تقدير متوسط الوقت اللازم للشركات، لتصحيح الانحراف نحو المستوى المستهدف، تبين بأن الوقت اللازم سوف يكون أعلى من الوقت في حال استخدام معامل التقدير.

## ملخص الدراسات المتعلقة بأسواق الدول النامية

| الباحث | الأهداف | الفترة الزمنية | النتائج |
|---|---|---|---|
| Zurigate (2009) | محاولة البحث في الأدلة التطبيقية على محددات هيكل رأس المال الأمثل، وذلك للشركات الأردنيّة كافة والمدرجة في بورصة عمان. | 1997-2009 | 1.توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة والموجودات الثابتة والربحية مع الرافعة المالية.<br>2.توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية تربط بين فرص النمو والوفورات الضريبيّة لغير الدين، وتذبذب الأرباح مع الرافعة المالي. |
| Zurigat & Al-Mwallah (2011) | معرفة سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل، وذلك على المدى: القصير والطويل | 1997-2009 | 1.الشركات غير الماليّة الأردنيّة يوجد لديها نسبة رفع مالي مثلى ولكن تتحرك بشكل بطيء نحو المستوى الأمثل.<br>2.يوجد جزء كبير من الانحرافات يتم تصحيحها خلال الفترتين: الأولى والثانية. |

## 7.2 دراسات الأسواق المتقدمة:

- **Mahmud (2003):** هدفت هذه الدراسة إلى محاولة التعرّف على نوع العلاقة بين النمو الاقتصادي وهيكل رأس المال في العديد من الشركات في ثلاث دول وهم: اليابان والباكستان، وماليزيا، إضافة إلى البحث في العوامل الاقتصادية التي لها دور واضح في تحديد هيكل رأس المال في تلك الأسواق، وهل يوجد تأثير للسمات المتعلقة بالشركة كالنمو، وحجم الشركة، ونسبة الموجودات الثابتة، والربحية، ونوع الصناعة، والرافعة المالية على القرار المتعلقة بهيكل رأس المال. واعتمد في جمع البيانات المتعلقة بالدراسة على البورصة الخاصة بكل دولة، وقد بلغت عينة الدراسة خمسماية وخمس (505) لليابان، مائة وأربع (104) للباكستان، مائة وتسع (109) لماليزيا وذلك خلال الفترة الواقعة ما بين (1998-1989). أظهرت النتائج المتعلقة بالدراسة وجود نسبة عالية للرفع المالي بالنسبة لهيكل رأس المال في كل من اليابان والباكستان وقد بلغت نسبته (70%)، أما ماليزيا فقد بلغت نسبته (50%)، وتبين وجود تأثير واضح لنوع الصناعة المستخدمة في النمو الاقتصادي المتعلق بالدولة، وكان ذلك واضحا في اليابان والباكستان، وقد تبين وجود تأثير لحجم الشركة على القرارات المتعلقة بهيكل رأس مالها وخاصة في اليابان، وكان عكس ذلك في ماليزيا والباكستان، وقد تبين وجود تأثير للناتج المحلي الاجمالي على هيكل رأس المال بشكل واضح في اليابان وماليزيا، وتبين وجود علاقة سلبية بين الديون طويلة الأجل وإجمالي رأس المال.

- **Drobetz & Wanzenried (2006)**: هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العوامل والأسباب التي تقوم عليها مدى سرعة التعديل الحاصل في هيكل رأس المال للشركات السويدية، ومحاولة معرفة ما هي أهم المحددات في سرعة تعديله. لقد بلغت حجم العينة في الدراسة ما يقارب تسعين (90) شركة وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين (1991-2001). أظهرت نتائج الدراسة وجود سرعة في تعديل هيكل رأس المال بشكل واضح لدى الشركات الخاصة في عينة الدراسة، ولقد تبين وجود علاقة بين سرعة تعديل هيكل رأس المال ومتغيرات العمل السائدة، وتبين وجود علاقة بين سرعة التعديل على هيكل رأس المال ونسبة المديونية الخاصة للشركة، وتبين وجود علاقة بين سعر الفائدة وسرعة التعديل على هيكل رأس المال.

- **Olofin & Afangideh (2008)**: هدفت هذه الدراسة إلى محاولة معرفة مدى تأثير هيكل مال الشركة في تعزيز وتقوية النمو الاقتصادي في نيجيريا. تم استخدام بيانات السلاسل الزمنية في هذه الدراسة، وقد تكونت العينة من جميع البنوك الموجودة في نيجيريا، وذلك خلال الفترة الواقعة ما بين (2005-1970). أظهرت نتائج الدراسة بأن الهيكل المالي له تأثير على النمو الاقتصادي المتعلق بالدولة، وقد تبين وجود تطور وليس تغيراً بشكل جذري في الوضع الاقتصادي، وقد تبين أن النمو الاقتصادي الجيد في الدولة يقلل من تكاليف الدين وتكاليف الصفقات الحاصلة، ومن خلال مقارنة نتائج هذه الدراسة، تبين عدم وجود اختلاف لدى تأثير الهيكل المالي على النمو الاقتصادي، سواء كان للقطاع البنكي أو التأمين أو الصناعي وغيره.

- **Bokpin (2009)**: هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير العوامل الاقتصادية الكلية في قرارات هيكل رأس المال لمجموعة من الدول المتقدمة. وقد شملت عينة الدراسة جميع البيانات والمعلومات السوقية والمحاسبية الخاصة لأربع وثلاثين ـــ **34** دولة، وذلك لفترة زمنية طويلة نسبياً وهي سبعة عشر عاماً **17**، بحيث امتدت من **(1990-2006)**. أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية بين الربحية التي تم قياسها بمعدل العائد على حقوق الملكية ونسبة المديونية، بينما تبين وجود علاقة بين الربحية التي تم قياسها أيضا بمعدل العائد على الموجودات مع أي من مقاييس هيكلة رأس المال، كما ظهر وجود علاقة سلبية ما بين الناتج المحلي الإجمالي وقرارات هيكل رأس المال، وقد أظهرت النتائج وجود تأثير للعوامل الاقتصادية الكلية على هيكل رأس المال، بحيث أن المتغيرات الاقتصادية كسعر الفائدة، وسعر المستهلك، ونسبة التضخم ذات تأثير على هيكل رأس المال للشركات المتواجدة في الدولة.

- **Mahmud *et al* (2009)**: هدفت هذه الدراسة إلى محاولة التعرف إلى أهم العوامل التي لها تأثير في تحديد هيكل رأس المال الخاص لدى الشركة، وتحديداً في ثلاث دول وهي: (اليابان، ماليزيا، والباكستان)، إضافة إلى محاولة تحديد إذا كانت العوامل الاقتصادية في تلك الدول لها تأثير في تحديد هيكل رأس المال بين تلك الأسواق. تكونت عينة الدراسة من مئتين واثنتين وخمسين (252) شركة من اليابان، مائة وتسع وعشرين (129) شركة من ماليزيا، مائة وأربع عشرة (114) من الباكستان وذلك خلال الفترة الواقعة بين (1996-2005)، وتم استخدام أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية في هذه الدراسة. أظهرت نتائج الدراسة بأن هيكل رأس المال مقيد من خلال

التوزيع الحاصل من صافي الربح المتراكم لدى الشركة، حيث يؤدي بالشركة إلى زيادة رأس مالها، وقد ظهر في اليابان والباكستان لدى شركاتهم نسب المديونية عالية جـداً، وذلك مع نسبة إجمالي الدين إلى حقوق المساهمين، حيث بلغت النسبة (70%)، بينما في ماليزيا بلغت حوالي (50%)، وقد تبين وجود تأثير للعديد من العوامل الاقتصادية على هيكل رأس المال المتعلق بالشركة في جميع الدول المتعلقة بعينة الدراسة.

- **Daskalakis & Psillaki (2009)** : هدفت هذه الدراسة إلى معرفة محددات هيكل رأس المال في الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم في أربـع دول وهـي: إيطاليـا، والبرتغال، واليونان، وفرنسا، بالإضافة إلى استقصاء خصـائص الدولـة (Country Specific Factors) كالتنميـة الماليـة (Financial Development) والميـزات المؤسسية (Institutional Features) بالتأثير على الهيكل المالي في الشركات المتعلقة بعينة الدراسة، وذلك خلال الفترة الواقعة (1998-2002). أظهرت نتـائج الدراسـة وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة ومستوى الرفع المالي فيها، وقد تبين أيضاً أنـه توجد علاقة سلبية ما بين الرفع المالي، وهيكل الموجودات والخطر، في حين أن النمـو له دلالة إحصائية في البلدان الأربعة، ويعود السبب في ذلك إلـى الخصـائص الماليـة والمؤسسية للبلد، والسمات المشتركة لنظام القانون المدني، ومع هذا فإنه ينشأ إخـتلاف في الهياكل المالية ويعود ذلـك إلـى تـأثير خصـائص الشـركة (Firm Specific Factors)، وقد تبين أنه خصائص الشركات هي التي تفسر الاخـتلاف فـي اختيـار تركيبة هيكل رأس المال للشركات الصغيرة والمتوسطة.

- **Cook & Tang (2010):** هدفت هذه الدراسة لمعرفة مدى تأثير العوامل الإقتصادية الكلية على سرعة تعديل هيكلة رأس المال وذلك في الولايات المتحدة، ولقد بلغ حجم العينة في الدراسة (124466) شركة من أجل تحليل نسبة المديونية لقيمتها الدفترية، و(126920) شركة من أجل تحليل نسبة المديونية لقيمتها السوقية، بحيث أنه تم إستخدام نموذجين لتعديل جزئي وكلي في الدراسة، وذلك للفترة الممتدة ما بين 1977-2006). وأهم النتائج التي أظهرتها هذه الدراسة، أنه الشركات في الولايات المتحدة لديها سرعة تعديل أعلى في حالة أنه الأوضاع الإقتصادية جيدة، وعلى عكس في حالة أنه كانت الأوضاع الإقتصادية سيئة، وتبين أيضاً أن الشركات التي لديها سرعة تعديل يكون لديها رأس مال خارجي أفضل من غيرها.

- **Sinha & Ghosh (2010):** هدفت هذه الدراسة إلى محاولة معرفة العلاقة ما بين سرعة التعديل الذي يتم على هيكل رأس المال في الشركة والمتغيرات الإقتصادية في الهند، بالإضافة إلى محاولة معرفة مدى سرعة التعديل الذي يتم على هيكل رأس المال. لقد تم جمع كافة البيانات الخاصة بالدراسة من خلال قاعدة البيانات "Capitaline" وذلك خلال الفترة الواقعة ما بين (2006-1995)، وتضمنت الشركات المصنفة ضمن المواد الكيميائية، والاسمنت وغيرها، بينما قطاع البنوك تم جمع بياناته من خلال قاعدة البيانات (NSE)، وقد بلغت عينة الدراسة ما مجموعة مئتان وثمان وستون (268) شركة. لقد أظهرت نتائج الدراسة وجود سرعة تعديل على هيكل رأس المال في الشركات الخاصة في عينة الدراسة بنسبة معتدلة، وقد تبين وجود تأثير للمتغيرات الاقتصادية على مدى سرعة تعديل هيكل رأس المال الخاص بالشركة، ولقد تبين وجود

تأثير للظروف الاقتصادية الحاصلة في الدولة على إتخاذ قرارات من ناحية تعديل هيكل رأس المال من قبل الشركة.

- **Mukherjee & Mahakud (2012)**: هدفت هذه الدراسة إلى تقصي أثر الظروف الاقتصادية الكلية على الرافعة المالية، ومعرفة دور الظروف الاقتصادية في تحديد سرعة التعديل المستهدف، وذلك في الشركات الهندية. بلغت عينة الدراسة ما عدده ثمانمائة وواحدة وتسعين (891) شركة صناعية وذلك خلال فترتين واقعتين بين (1994-1993)، و(2008-2007)، حيث تم قياس الرافعة المالية من خلال نسبة المديونية لكل شركة، بينما تم قياس المتغيرات الاقتصادية الكلية من خلال الناتج المحلي الإجمالي، وعرض النقد. ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن الظروف الإقتصادية الكلية لها دور كبير في التأثير على القرارات المالية التي تتخذها الشركة، وتبين أن المتغيرات الاقتصادية للشركات الصناعية لها دورٌ كبير في تحديد نسبة الرافعة المالية، ولقد تبين أن الشركات الصناعية في الهند تتمتع بنسبة مديونية جيدة على الرغم من الظروف الاقتصادية السيئة، إضافة إلى سرعة التعديل، وذلك باعتبارهم أن تكاليف سرعة التعديل في الظروف الجيدة أقل مما هو في الظروف السيئة.

- **Lemma & Negash (2013)**: هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور المؤسسات، والظروف الاقتصادية الكلية، ونوع الصناعة، بالإضافة إلى السمات الخاصة بالشركة، في التأثير على القرارات المتعلقة بهيكلة رأس المال وذلك لتسع دول في أفريقيا. وبلغت حجم العينة في هذه الدراسة تسعماية وست وثمانين (986) شركة وذلك خلال الفترة

الممتدة بين (1999-2008)، مع أخذ سلسلة من النماذج التي تربط من ناحية المؤسسات، والاقتصاد الكلي، ونوع الصناعة، والسمات الخاصة بالشركة، ومن ناحية أخرى هيكل رأس المال. وأهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن المؤسسات سواء أكانت قانونية أم مالية، ومستوى الدخل للدولة التابعة لها الشركة، ومعدل النمو الاقتصادي والتضخم هم من الخيارات التي لها تأثير على قرارات هيكلة رأس المال، بينما سمات الشركة المتعلقة بها والصناعة، لديها تأثير ولكن بشكل محدد على قرارات هيكلة رأس المال.

## ملخص الدراسات المتعلقة بأسواق الدول المتقدمة

| الباحث | الأهداف | الفترة الزمنية | النتائج |
|---|---|---|---|
| Mahmud (2003) | معرفة نوع العلاقة بين النمو الاقتصادي وهيكل رأس المال في العديد من الشركات في ثلاث دول: اليابان، والباكستان، وماليزيا. | 1989-1998 | 1.توجد نسبة عالية للرفع المالي مع إجمالي الديون بالنسبة لهيكل رأس المال في كل من اليابان والباكستان، أكثر من ماليزيا. 2.يوجد لنوع الصناعة المستخدمة تأثير واضح في النمو الاقتصادي المتعلق بالدولة، وكان ذلك واضحا في اليابان والباكستان. 3. يوجد تأثير لحجم الشركة على القرارات المتعلقة بهيكل رأس مالها وخاصة في اليابان. 4.توجد علاقة سلبية بين الديون طويلة الأجل وإجمالي رأس المال. |
| Drobetz& Wanzenried (2006) | هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العوامل والأسباب التي تقوم عليها مدى سرعة التعديل الحاصل في هيكل رأس المال للشركة، ومحاولة معرفة أهم المحددات في سرعة تعديله. | 1991-2001 | 1.يوجد سرعة في تعديل هيكل رأس المال بشكل واضح لدى الشركات. 2.يوجد علاقة بين سرعة تعديل هيكل رأس المال ومتغيرات العمل السائدة. 3.يوجد علاقة ما بين سرعة التعديل على هيكل رأس المال ونسبة المديونية الخاصة للشركة. |
| Olofin & Afangideh (2008) | محاولة معرفة مدى تأثير الهيكلة المالية المتعلقة بالشركة في تعزيز وتقوية النمو | 1970-2005 | 1.للهيكلة المالية تأثير على النمو الاقتصادي المتعلق في الدولة. 2.يقلل النمو الاقتصادي الجيد في الدولة من تكاليف الدين وتكاليف |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | الاقتصادي. | | الصفقات الحاصلة.<br>3.لا يوجد تأثير للهيكل المالي على النمو الاقتصادي سواء كان للقطاع المصرفي أو التأمين أو الصناعي. |
| Bokpin (2009) | معرفة مدى تأثير العوامل الاقتصادية الكلية في قرارات هيكلة رأس المال لمجموعة من الدول المتقدمة. | 1990-2006 | 1.توجد علاقة سلبية بين الربحية والتي تم قياسها بمعدل العائد على حقوق الملكية ونسبة المديونية.<br>2.توجد علاقة بين الربحية مع أي من مقاييس هيكلة رأس المال.<br>3.يوجد تأثير للعوامل الاقتصادية الكلية على هيكلة رأس المال. |
| Mahmud *et al* (2009) | معرفة أهم العوامل التي لها تأثير في تحديد هيكل رأس المال الخاص لدى الشركة، وذلك تحديداً في ثلاث دول وهي:(اليابان، ماليزيا، والباكستان). | 1996-2005 | 1. تبين أن هيكل رأس المال مقيد من خلال التوزيع الحاصل من صافي الربح المتراكم لدى الشركة.<br>2.يوجد تأثير للعديد من العوامل الاقتصادية على هيكل رأس المال المتعلقة بالشركة. |
| Daskalakis & Psilaki (2009) | معرفة محددات هيكل رأس المال في الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم في أربع دول وهي: إيطاليا، والبرتغال، واليونان، وفرنسا، بالإضافة إلى استقصاء خصائص الدولة. | 1998-2002 | 1.توجد علاقة إيجابية بين حجم الشركة ومستوى الرفع المالي فيها.<br>2.توجد علاقة سلبية بين الرفع المالي وهيكل الموجودات والخطر.<br>3.النمو له دلالة إحصائية في البلدان الأربعة. |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Cook&Tang (2010) | معرفة مدى تأثير العوامل الإقتصادية الكلية على سرعة تعديل هيكل رأس المال، وذلك في الولايات المتحدة. | 1977-2006 | 1.الشركات في الولايات المتحدة لديها سرعة تعديل أعلى إذا كانت الأوضاع الاقتصادية جيدة.<br>2.إن الشركات التي لديها سرعة تعديل يكون لديها رأس مال خارجي أفضل من غيرها. |
| Sinha&Ghosh (2010) | محاولة معرفة العلاقة بين سرعة التعديل الذي يتم على هيكل رأس المال في الشركة والمتغيرات الاقتصادية في الهند.<br>محاولة معرفة مدى سرعة التعديل الذي يتم على هيكل رأس المال | 1995-2006 | 1.يوجد سرعة تعديل على هيكل رأس المال في الشركات الخاصة في عينة الدراسة بنسبة معتدلة.<br>2.يوجد تأثير للمتغيرات الاقتصادية على مدى سرعة تعديل هيكل رأس المال الخاص بالشركة.<br>3.يوجد تأثير للظروف الاقتصادية الحاصلة في الدولة على إتخاذ قرارات من ناحية تعديل هيكل رأس المال من قبل الشركة. |
| Mukherjee & Mahakud (2012) | تقصي أثر الظروف الاقتصادية الكلية على الرافعة المالية.<br>معرفة دور الظروف الاقتصادية في تحديد سرعة التعديل المستهدف وذلك في الشركات الهندية | 1993-1994<br>2007-2008 | 1.الظروف الاقتصادية الكلية لها دور كبير في التأثير على القرارات المالية التي تقوم الشركة بإتخاذها.<br>2.المتغيرات الإقتصادية للشركات الصناعية لها دور كبير في تحديد نسبة الرافعة المالية.<br>3.الشركات الصناعية في الهند تتمتع بنسبة مديونية جيدة على الرغم من الظروف الاقتصادية السيئة، إضافة إلى سرعة التعديل، وذلك على اعتبار أن تكاليف سرعة التعديل في الظروف الجيدة أقل مما هو في |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | | | الظروف السيئة. |
| Lemma & Negash (2013) | معرفة دور المؤسسات والظروف الاقتصادية الكلية ونوع الصناعة، بالإضافة إلى السمات الخاصة بالشركة في التأثير على القرارات المتعلقة بهيكلة رأس المال، وذلك لتسع دول في أفريقيا. | 1999-2008 | 1.المؤسسات سواء أكانت قانونية أم مالية، ومستوى الدخل للدولة التابعة لها الشركة، ومعدل النمو الاقتصادي والتضخم من الخيارات التي لها تأثير على قرارات هيكلة رأس المال.<br>2.سمات الشركة المتعلقة بها والصناعة لديها تأثير ولكن بشكل محدد في التأثير على قرارات هيكلة رأس المال. |

## 8.2 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

إن أهم ما يميز هذه الدراسة عن غيرها أنها قامت بالحديث عن موضوع تأثير النمو الاقتصادي السائد على سرعة تعديل هيكل رأس المال، فقد تم تمثيل المتغير المستقل بالنمو الاقتصادي، أما المتغير التابع فقد تم تمثيله مستوى التعديل لهيكل رأس المال المستهدف لجميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، خلال الفترة الممتدة ما بين (2012-1994)، وعند الرجوع إلى الدراسات السابقة على المستوى العربي، يتضح أنه لا توجد أي دراسة عربياً إطلاقا تتحدث بشكل واضح عن موضوع دراستنا، سواء في الأردن أو الدول العربية المجاورة وذلك في حدود علم الباحثة.

يتبين من الدراسات السابقة التي تهتم بهذا الموضوع أن جميعها أجنبية المصدر، ، وعلى المستوى العالمي يمكن مقارنة هذه الدراسة مع دراسة (Mahmud, 2003) حيث حاولت هذه الدراسة معرفة مدى تأثير النمو الاقتصادي على سرعة تعديل هيكل رأس المال في ثلاث دول. بالإضافة إلى دراسة (Bokpin,2009 ) والتي اعتمدت على معدل العائد على حقوق الملكية ونسبة المديونية في قياسها لهيكل رأس المال، كما أنها استخدمت الديون قصيرة الأجل، الناتج المحلي الإجمالي، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، ونسبة الفائدة، بالإضافة إلى العديد من المتغيرات لقياسها في المتغيرات الاقتصادية، أما دراسة (Cook & Tang, 2010) اعتمدت على الرافعة المالية الدفترية والسوقية لاستخدامها في قياس سرعة تعديل هيكل رأس المال، بينما تم استخدام سعر النقود، الناتج المحلي الإجمالي، الرقم القياسي، وأسعار الفائدة لقياسها في المتغيرات الاقتصادية الكلية.

# الفصل الثالث:

## منهجية الدراسة

- ✓ المقدمة
- ✓ مجتمع الدراسة
- ✓ عينة الدراسة
- ✓ بيانات الدراسة و مصادرها
- ✓ نموذج الدراسة
- ✓ اسلوب التحليل الإحصائي

## 3.1 المقدمة:

تهدف هذه الدراسة إلى استقصاء أثر النمو الاقتصادي السائد على سرعة تعديل هيكل رأس المال. ويتناول هذا الفصل مجتمع الدراسة، والعينة، وبيانات الدراسة ومصادرها، ونموذجها، وأهم الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات المتعلقة بها، وذلك لجميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة الممتدة ما بين 2012-1994.

## 3.2 مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للعام 2012، والمتضمنة الشركات المتخصصة في صناعة (الأدوية، الصناعات الطبية والكيماوية، التبغ والسجائر، صناعة الكرتون والورق، الطباعة والتغليف، الأغذية والمشروبات، بالإضافة إلى الصناعات بجميع أنواعها الاستخراجية والتعدينية، الهندسية والإنشائية، والكهربائية والزجاج والملابس والجلود)، وقد بلغ عددها(96) ستاً وتسعين شركة صناعية، خلال الفترة الواقعة بين 1994 ولغاية 2012 .

## 3.3عينة الدراسة:

تكونت عينة الدراسة من 65 خمسة وستين شركة صناعية، بعد استثناء 31 واحدة وثلاثين شركة لم تتوفر فيها البيانات المتعلقة بالدراسة خلال الفترة (2012-1994)، واعتمدت الدراسة على المعايير التالية لاختيار عينة الدراسة:

1. تم استبعاد جميع الشركات التي لا تتوفر لديها بيانات كافية عن جميع المتغيرات المشمولة بالدراسة.

2. استبعاد جميع الشركات التي تم إيقافها أو تصفيتها.

3. استبعاد أي شركة تم إدراجها ما بعد عام 1994.

## 4.3 بيانات الدراسة ومصادرها

اعتمدت الدراسة على البيانات الثانوية لتحليل اختبار فرضيات الدراسة التي تم تجميعها من دليل الشركات الصادر عن بورصة عمان والمواقع الإلكترونية للشركات.

واستخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية وهو ما يعرف (Panel Data) لتقدير نموذج الدراسة العلمي المستخدم لتقدير معلمات الدراسة واختبار فرضياتها.

## 5.3 نموذج الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على نموذج التعديل الجزئي Partial Adjustment Model والمستخدم في العديد من الدراسات التي حاولت استقصاء سرعة تعديل هيكل رأس المال في الأسواق المتقدمة والنامية، مثل دراسة (zurigat and Al-Mwalla, 2011 ) والذي يمكن صياغته على النحو التالي:

$$\Delta D = \alpha_0 + \alpha_1 (D_{it} - D_{it-1}) + \alpha_l \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

$\alpha_1$ = يقيس معدل سرعة التعديل، إذا كانت ذات دلالة إحصائية، فتدل على وجود مستوى هيكل رأس مال الأمثل في الشركة.

$\Delta D$= يقيس التغير في مستوى الرفع المالي لسنة الشركة i، ويكون محسوباً من خلال الفرق بين قيمة مستوى الرفع المالي$D_t$ في السنة الحالية، ومستوى الرفع المالي في السنة السابقة$D_{it-1}$.

$D_t$= مستوى الرفع المالي المستهدف للشركةi في السنة t، وتم إعتماد معدل الرفع المالي للقطاع ككل، كمؤشر مستوى الرفع المالي المستهدف. (Industry Average)

$D_{it-1}$ = مستوى الرفع المالي للشركة في السنة السابقة.

$D_{it} - D_{it-1}$ = مقدار الانحراف عن المستوى المستهدف، والتي نعطيها التسمية التالية ($TRDV_{it}$) والتي تمثل حجم الانحراف عن المستوى الأمثل.

وعليه يمكن كتابة المعادلة رقم اثنين على النحو التالي:

$$\Delta D = \alpha_0 + \alpha_1 (TRDV_{it}) + €_i .................. (2)$$

وهنا تقسم قيم المتغيرات المستقلة والتابعة على إجمالي الأصول، لتفادي مشكلة تباين الحجم، والتي قد تؤدي إلى حدوث مشكلة عدم تجانس البواقي(**HeterosKedasticity Problem**).

ولغاية استقصاء أثر الوضع الاقتصادي السائد: والذي تم قياسه من خلال النمو الاقتصادي، فقد تم استخدام المتغير الوهمي$D_{growth}$. والذي يأخذ الرقم واحداً، إذا كان التغير في النمو الاقتصادي موجباً و صفراً لغير ذلك، ويتم ذلك من خلال استخدام المتغير الوهمي في بناء نموذج المتغير

الوهمي التفاعلي **Interaction Dummy Model (Term)**، لضرب متغيـر الـوهمي مـع مستوى الانحراف عن مستوى الرفع المالي المستهدف $D^*$ *(Target Level)*. وبناءً علـى مـا تقدم، يصبح نموذج الدراسة على النحو التالي:

$$\Delta D = \alpha_0 + \alpha_1 (TRDV_{It}) + \alpha_2 D_{growth} + \alpha_3(D_{growth} (TRDV_{It})) + e_I$$

$$D_{growth} = 1$$

وهو متغير وهمي، بحيث يتم إعطاء الرقم واحد إذا تم إيجاد نمو في الدين للشركات الصناعية الأردنية

$$\Delta D = (\alpha_0 + \alpha_2) + (\alpha_1 + \alpha_3) (TRDV_{It}) + e_i$$

$$D_{growth} = 0$$

ويتم إعطاء الرقم صفر إذا لم يتم إيجاد نمو في الدين للشركات الصناعية الأردنية

$$\Delta D = \alpha_0 + \alpha (TRDV_{It})$$

أما النمو الاقتصادي فإنه يقاس من خلال النمو في معدل دخل الفرد **(per-Capital Income)** ويحسب بقسمة الناتج المحلي الإجمالي على عدد السكانGNP / POP على النحو التالي:

$$\frac{PCI_t - PCI_{t-1}}{PCI_{t-1}}$$

حيث أن $PCI_t$: هي معدل دخل الفرد في السنة **t**.

$PCI_{t-1}$: هي معدل دخل الفرد في السنة السابقة.

ويتوقع أن يؤثر معدل النمو الاقتصادي الحالي على سرعة تعديل هيكل رأس المـال، لكـون تسارع النمو الاقتصادي مدفوعاً، فيزيد معدلات الاستثمار التي تعتمد عكسياً علـى معـدل

العائد السائد في السوق، وسيؤثر بالأساس على تكلفة الدين، وبالتالي إلى انخفـاض تكـاليف الدين، ومن ثم ستساهم في زيادة استخدام الدين، وزيادة المنافع مـن وراء اسـتخدام الـدين، وبالتالي الانتقال إلى المستوى المستهدف للدين بسرعة، والعكس فـي حالـة تراجـع النمـو الاقتصادي.

## 6.3 أسلوب التحليل الإحصائي:

إستخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية ( Time Series– CrossSectional Data) وهي ما تعرف بـــــــــــــ (Panel Data)، وإن ما يميز أسلوب (Panel Data Analysis)عن أسلوب البيانات التجميعي (Pooled Data)، هو أنه يأخذ بالاعتبار مدى تأثير العوامل الفردية وعامل الزمن (Individuals & Time Specific Effects) عند تقدير معادلات الانحدار، أما الأسلوب التجميعي (Pooled Data Analysis) فيقدر بواسطة طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) والذي لا يعتبر فعالاً في تقدير معاملات النموذج إذا كان هناك تأثير للعوامل الفردية وعامل الزمن. ويمكن تقدير(Panel Data) إما بأسلوب الأثر الثابت (Fixed Effect Model), والذي يقدر من خلال استخدام المربعات الصغرى الاعتيادية أو أسلوب الأثر العشوائي(Random Effect Model) وهو يقدر من خلال استخدام طريقة المربعات الصغرى العامة (Generalized Least Squares)، حيث أن الاختلاف الواضح ما بين أسلوب الأثر الثابت والأثر العشوائي هو فيما إذا كانت العوامل فردية، وبالإضافة إلى عامل الزمن المرتبطة مع المتغيرات المستقلة أم لا.

ويرى (Gujarati, 2003) أن أسلوب الأثر الثابت يفترض ثبات العوامل الفردية وعامل الـزمن (Individuals & Time Specific Effects)، وإرتباطها مع المتغيرات المستقلة، في حـين أنّ

أسلوب الأثر العشوائي يفترض عشوائية ظهورها وعدم إرتباطها بالمتغيرات المستقلة، لذلك فإنّ وجود هذا الإرتباط، يجعل من أسلوب الأثر العشوائي غير كفوء في تقدير معاملات الدراسة والعكس بالنسبة للأثر الثابت.

ومن أجل تحديد أسلوب التحليل الأمثل لجميع بيانات الدراسة، فقد قامت الباحثة بإستخدام العديد من طرق فحص Diagnostic Tests كإستخدام إختبار (LM) Lagrangue Multiplier Test لتحليل الأفضلية بين Pooled Data Analysis و Panel Data Analysis على أساس قبول ورفض فرضيّة العدم، في أنّ التباين المقطعي (Cross-Sectional Variance) يساوي صفراً، فإن فرض الفرضيّة العدمية يجعل أسلوب التحليل التجميعي (Pooled Data) من خلال: Ordinary Least Squares OLS غير الملائم وغير فعّال لتقدير معاملات الدّراسة، وقد قامت الباحثة أيضاً بإستخدام Hausman Test للإختيار بين (Fixed Effect Model) و (Random Effect Model) على أساس فرضية العدم.

في حالة رفض الفرضية العدمية تعامل معاملات التقدير عن طريق الأثر الثابت الأكثر دقة، وذلك لا يعني أنّ معاملات التقدير الناتجة عن نموذج الأثر العشوائي غير فعالة (Gujarati, 2003)، ولقبول الفرضية العدمية لا بد أن تكون لقيمة $CH^{I2}$ أي دلالة إحصائية. وقد تم الاعتماد على إختبار (Variance Inflation Factor: VIF) من أجل معاينة التعدديّة الخطيّة، و (Multicolinearity) من أجل الانحدار المشترك، وتمّ إجراء إختبار (Breusch-Pagan Test) من أجل الكشف عن مشكلة (Heteroskedasticity)، والتي تعمل على كشف عدم تجانس التباين.

ومن أجل تقييم مشكلة الارتباط المتعدد Multicollienerty في هذه الدراسة، فإنه تم الاعتماد على اختبار Variance Inflation Factor (VIF)، وهو ما يبين المستوى الذي يفسر بها كل متغيـر مستقل بالمتغيرات المستقلة الأخرى، والقاعدة العامة تنص على أنه إذا كان 10 <(VIF) فإن ذلك يشير إلى وجود إرتباط متعدد (Gujarati, 2003) ونتائج اختبار (VIF) أنه المتوسط VIF فـي نموذج الدراسة أقل من 10، بالإضافة إلى ذلك فإن VIF يمكن استخدامه في قياس مدى الدقة في التقدير، سواء لكل متغير أو لجميع متغيرات الدراسة المستقلة، وذلك بإحتساب مقلـوب قيمـة VIFلكل متغير أو متوسطها الحسابي.

بالإضافة إلى مشكلة Multicollinearity، فإنه تم إختبار صحة إفتراضـات أخـرى للانحـدار كمشكلة عدم تجانس التباين Hetroskedastcity، والتوزيع الطبيعي لمعامل الخطأ وتظهر أهمية هذه الافتراضات من حقيقة عدم تلبية البيانات للافتراضات، وهي ما قد تؤدي إلى تقديرات خاطئة للمعاملات والأخطاء المعيارية، وللكشف عن مشكلة Hetroskedastcity اسـتخدمت الدراسـة اختبار Breuch–Pagan، على أساس الفرضية العدمية بأن تباين الخطأ متجانسٌ حيث يتم قبول الفرضية العدمية عندما لا يكون ($Chi^2$) ذا دلالة إحصائية.

# الفصل الرابع:

## تحليل البيانات ومناقشة النتائج

- ✓ المقدمة
- ✓ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
- ✓ نتائج التحليل
- ✓ ملخص نتائج اختبار الفرضيات

# الفصل الرابع

# تحليل البيانات ومناقشة النتائج

## 1.4 المقدّمة:

يتضمن هذا الفصل عرض نتائج التحليل الوصفي واختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة، بالإضافة إلى عرض وتوضيح نتائج تقدير معادلة الانحدار باستخدام (Panel Data Analysis)، وهو ما تم تقديره من خلال أسلوبين هما: (Random Effect Model) وهو ما يسمى بأسلوب الأثر العشوائي و(Fixed Effect Model) وهو أسلوب الأثر الثابت، إضافة إلى اختبارات LM Test، Hausman Test، وذلك من أجل اختبار الأسلوب الأمثل لتقدير نموذج الدراسة واختبار فرضياتها.

## 2.4 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يتضمن هذا الجزء أهم الاحصاءات الوصفية للمتغيرات المتعلقة بالدراسة، كالمتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية، بالإضافة إلى مؤشرات عديدة متعلقة بمتغيرات الدراسة، ويبين الجـدول رقم (4-1) الوصف الاحصائي للمتغيرات.

**الجدول (4-1) نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة**

| Variables | Mean | Standard Deviation | Minimum Value | Maximum Value |
|---|---|---|---|---|
| **Debt ratio** | 0.321 | 0.124 | 0.095 | 0.824 |
| **Economic growth** | 0.084 | 0.074 | -0.124 | 0.214 |

*Observation (1235)*

*Source: STAT (11)*

وتبين من خلال النتائج الظاهرة في الجدول رقم (4-1) ما يلي:

1. بلغ المتوسط الحسابي لنسبة المديونية للشركات الصناعية الأردنية عينة الدراسة (0.321)، وقد بلغ الانحراف المعياري (0.124)، وهذا يشير إلى وجود تفاوت كبير وواضح لنسبة المديونية المتعلقة بالشركات الصناعية عينة الدراسة، ويعود ذلك إلى الاختلاف في قدرة الشركات الصناعية في الحصول على التمويل بالدين لأسباب متعددة :كحجم الشركة وربحيتها ومستوى المخاطر، بالإضافة إلى المعوقات التي تحد من قدرة الشركات على التمويل الخارجي، بالإضافة إلى تطبيق البنوك الأردنية سياسات ائتمانية متحفظة، وغياب سوق السندات، وهي جميعاً أسباب تؤدي إلى إنخفاض متوسط نسبة المديونية (Zurigat & AL-Mawlla, 2011).

2. بلغ متوسط معدل النمو الاقتصادي في الأردن خلال فترة الدراسة (0.084)، وقد بلغ الحد الأدنى لذلك المتغير(0.124-)، بينما الحد الأعلى (0.214)، وبانحراف معياري بلغ (0.074) ، وهذا يشير إلى تذبذب معدلات النمو الاقتصادي في الاردن، والذي يعزى إلى عدم استقرار الظروف السياسية والاقتصادية في المنطقة كحرب الخليج واحتلال العراق والأزمة المالية العالمية والربيع العربي.

## 3.4 نتائج التحليل:

يتكون هذا الجزء من الدراسة من نتائج تقدير النموذج الأول (تعديل هيكل رأس المال)، ونتائج تقدير النموذج الثاني (الوهمي التفاعلي) المستخدم في هذه الدراسة، لإستقصاء أثر النمو الاقتصادي على سرعة تعديل هيكل رأس مال الشركات.

### 1.3.4 نتائج تقدير النموذج رقم (1):

يتبين من خلال الجدول رقم (4-2) أن تقدير نموذج الدراسة من خلال استخدام (Panel Data Analysis) أفضل من (Pooled Data Analysis)، وذلك من خلال الاعتماد على نتائج اختبار (Lagrange Multiplier Test (LM، حيث تبين أن $Chi^2$ كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (1%)، وهذا ما يؤكد قبول الفرضية من خلال أن التباين المقطعي (Cross Sectional Variance) يساوي صفراً، وهذا يدل على وجود أثر للعوامل الفردية وعامل الزمن (Time Specific Effects & Individual)، وإن (Panel Data Analysis) أفضل وأدق، وذلك للحصول على نتائج ذات كفاءة عالية في تقدير نموذج الدراسة العملي لمعاملات الدراسة، أما نتائج اختبار (Hausman Test) فقد دلت على أن إستخدام نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) أفضل من استخدام نموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model))، وذلك لتقدير معاملات الدراسة، فقد وجد اختبار(Hausman Test) ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1%، وعليه فإن أسلوب الأثر الثابت أفضل من الأثر العشوائي للوصول إلى نتائج تتسم بالدقة والكفاءة، ويمكن الرجوع إليها لاختبار فرضيات الدراسة ولغايات التحليل تقتصر المناقشة فقط على نتائج الأثر الثابت الذي وجد الأفضل لتحليل بيانات الدراسة. يظهر من الجدول رقم (4-2)

أن معامل متغير مستوى الانحراف لهيكل رأس المال كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى 1%، وهو ما يدل على أن الشركات الصناعية في الاردن تحدد مستوى أمثل لهيكل رأس المال، تسعى من خلاله إلى تعظيم قيمة الشركة، إلا أن انخفاض قيمة معامل التقدير والبالغ (0.234) يشير إلى أن الشركات تقوم بتعديل أي انحراف بشكل بطيء، ويعود السبب المباشر إلى ارتفاع تكاليف الإفلاس وبالأخص أن البنوك الأردنية تتبع سياسات ائتمانية متشددة، إضافة إلى غياب سوق السندات المتطور في الأردن (Zurigat & Al-Mwalla, 2011)، بالإضافة إلى إنخفاض منافع الدين، لأن المظلة الضريبية تستفيد منها الشركات الرابحة وليست الخاسرة، أضف إلى ذلك وجود اقتطاعات أخرى تمكن الشركات من الاستفادة منها، ولذلك فإنه يتم قبول الفرضية، وهي تتوافق مع دراسة (Zurigat & Al-Mwalla, 2011).



**الجدول (4-2):**

**نتائج تقدير نموذج التعديل لهيكل رأس المال (Partial Adjustment Model)**

| Dependent Variable | $\Delta DR_{it}$ | |
|---|---|---|
| | Fixed Effects Model | Random Effects Model |
| Intercept | -2.041 | -6.3251 |
| | (0.004) | (0.020) |
| $TRDV_{it}$ | 0.234 | 0.219 |
| | (0.041) | (0.014) |
| $R^2$ | 0.17 | 0.15 |
| F-Statistic | 5.023 | 61.59 |
| | (0.000) | (0.000) |
| Observation (N) | 1235 | 1235 |
| Hausman Test | $Chi^2$ statistic = 4.076 | Prob ($Chi^2$) = 0.000 |
| LM Test | $Chi^2(1) = 102.21$ | Prob > $Chi^2$ = 0.000 |

## 2.3.4 نتائج تقدير النموذج الوهمي التفاعلي:

تبين النتائج في الجدول رقم (4-3) أن أسلوب الأثر الثابت كان الأفضل تقديراً من نموذج المتغير الوهمي التفاعلي لاختبار أثر النمو الاقتصادي على سرعة التعديل لهيكل رأس المال، فقد وجد اختبارا (LM) و(Huasman) ذوي دلالة إحصائية عند مستوى 1%، أضف إلى ذلك دلت نتائج اختبار VIF إلى غياب مشكلة الارتباط المتعدد بين متغيرات الدراسة المستقلة، فقد بلغ متوسط قيمة (VIF) لجميع متغيرات الدراسة المستقلة (1.54) وهي أقل من 10 كما أشار إلى ذلك( Gujarati, 2003)، أما اختبار (Breuch-Pagan) المستخدم لغايات اختبار مشكلة عدم التجانس التباين البواقي، لم يكن له أي دلالة إحصائية. ولذا يمكن قبول الفرضية العدمية في أن تباين البواقي ثابت أو متجانس، وفي ضوء ما سبق، يمكن اعتماد نتائج التقدير لاختيار فرضيات الدراسة المتعلقة بأثر النمو الاقتصادي على سرعة التعديل في الشركات الأردنية.

تبين العديد من الدراسات السابقة في كلٍّ من الدول النامية أو المتقدمة، أن النمو الاقتصادي السائد في الدولة، له تأثير على سرعة تعديل هيكل رأس المال، وذلك الأمر يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للشركة، فالشركات التي لديها نمو اقتصادي عالٍ في الدولة، تكون أقل عرضة لاحتمالية الافلاس من غيرها من الشركات في دولة أخرى (Sinha & Goash, 2010). وهذا يخفض من تكاليف التعديل لهيكل رأس المال، وبالتالي زيادة سرعة التعديل. وقد استخدمت الدراسة نموذج المتغير الوهمي التفاعلي(Interaction Dummy Form) لاختبار أثر النمو الاقتصادي على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل.

يظهر من الجدول (4-3) أن معامل المتغير الوهمي التفاعلي موجباً وذا دلالة إحصائية عند مستوى 5%، وهذا يشير إلى الأثر الايجابي للنمو الاقتصادي على سرعة تعديل هيكل رأس المال، بمعنى أن النمو الاقتصادي والظروف الاقتصادية الجيدة في الدولة تساعد الشركات على الوصول إلى المستوى المستهدف من هيكل رأس المال، أسرع من تلك الموجودة في الدول التي تعاني من تراجع في النمو الاقتصادي، ويعزى ذلك إلى أن الشركات في الدول التي لديها ظروف اقتصادية جيدة تتوقع تحقيق مستويات مرتفعة من الأرباح. وبالتالي انخفاض تكاليف الإفلاس وهو ما يساهم في تحقيق تكاليف استخدام الدين، للوصول إلى المستوى الأمثل. كذلك فإن النظام الضريبي يساعد الشركات الرابحة في الاستفادة من المظلة الضريبية، وقد بلغت قيمة المتغير الوهمي التفاعلي (0.089) فتصبح سرعة التعديل للشركات في الظروف الاقتصادية الجيدة ذات النمو الاقتصادي المتسارع (0.333)، محسوباً على النحو التالي (0.244+0.089). في حين تبلغ فقط (0.244) للشركات الصناعية في الظروف الاقتصادية السيئة.

وقد تبين أن تحليل نموذج الدراسة من خلال استخدام (Panel Data Analysis) أفضل من (Pooled Data Analysis)، وتم ذلك من خلال الاعتماد على نتائج اختبار(LM)، وهو اختصار لـ (Lagrange Multiplier Test)، ومن خلال الاعتماد على نتائج اختبار (Hausman Test) وجد أن استخدام نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) أفضل من استخدام نموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model) وذلك لتقدير معاملات الدراسة.

جدول رقم (4-3):

نتائج تقدير النموذج الوهمي التفاعلي لهيكل رأس المال

| Dependent Variable | $DR_{it}$ | |
|---|---|---|
| | Fixed Effects Model | Random Effects Model |
| Intercept | -2.041 | -6.3251 |
| | (0.004) | (0.020) |
| $TRDV_{it}$ | 0.244 | 0.209 |
| | (0.031) | (0.004) |
| $D_{it}^{growth}$ | -1.254 | -2.021 |
| | (0.584) | (0.563) |
| $D_{it}^{growth} * TRDV_{it}$ | .0891 | 0.079 |
| | (0.009) | (0.020) |
| $R^2$ | .022 | .0197 |
| F-Statistic | 62.23 | 68.59 |
| | (0.004) | (0.000) |
| Hausman Test | $Chi^2$ Statistic = 6.076<br>Prob > $Chi^2$ = (0.001) | |
| LM Test | $Chi^2$ Statistic = 77.23<br>Prob > $Chi^2$ = (0.000) | |
| Hetroskedastcity Test | 1.014<br>(0.984) | |
| VIF-Means | 1.54 | |

## 4.4 ملخص نتائج إختبار الفرضيات:

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة، يمكن القول أن الشركات الصناعية الأردنية تسعى إلى تحديد مستوى مستهدف من الدين لتعظيم قيمتها في السوق المالي، إلا أن سرعة تعديل أي انحراف عن المستوى المستهدف لا تتم بسرعة لإنخفاض قيمة معامل التعديل للأسباب التي أتينا على ذكرها في عرض مناقشة نتائج الدراسة. و عليه يمكن قبول الفرضية الأولى والتي تنص على: " أن الشركات الصناعية الأردنية لديها مستوى مستهدف من المديونية تسعى للمحافظة عليه، وهذا يتوافق مع دراسة (Zurigat & Al-Mawlla, 2011)، وقد توافقت هذه النتيجة مع دراسة (Drobetz &) Warzenried, 2006 )، حيث انه في كلتا الدراستين قد تبين أنه الشركات تسعى بشكل واضح إلى الوصول لمستوى مستهدف من المديونية المتعلقة بها من أجل تعظيم قيمتها في السوق المالي.

أما الفرضية الثانية، فتنص على وجود علاقة بين النمو الاقتصادي وسرعة تعديل هيكل رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية، فقد دلت النتائج على وجود أثر ايجابي للنمو الاقتصادي على سرعة التعديل هيكل رأس المال لذلك سيتم قبول هذه الفرضية وهي تتوافق مع دراسة (Cook & Tang, 2013)) و دراسة (Lemma & Negash, 2013)، ودراسة (Sinha & Ghosh2010) حيث تبين في تلك الدراسات أن يوجد علاقة ما بين العديد من المتغيرات الاقتصادية وسرعة تعديل هيكل رأس المال، ومن تلك المتغيرات: سعر الفائدة، الناتج المحلي الاجمالي، سعر المستهلك ونسبة التضخم، وقد توافقت نتيجة الدراسة أيضاً مع دراسة (Mahmud, 2003)، و (Mukherjee & Mahakud, 2012)، و دراسة (Olofin & Afangideh, 2008) أنه يوجد علاقة تربط ما بين النمو الاقتصادي بكافة متغيراته وهيكل

رأس المال الخاص بكل شركة، حيث تبين وجود علاقة إيجابية قوية تربط ما بـين المتغيـرات الاقتصادية كنسبة الفائدة، وسعر المستهلك مع هيكل رأس المال، وتبين بأنه يوجد علاقة ما بـين الناتج المحلي الاجمالي وهيكل رأس المال للشركة.

# الفصل الخامس

## ملخص النتائج والتوصيات

- ✓ المقدمة
- ✓ ملخص النتائج
- ✓ التوصيات

الفصل الخامس:

## ملخص النتائج والتوصيات

### 1.5 المقدمة:

يتضمن الفصل الخامس ملخصاً لأهم النتائج، التي تم التوصل إليها من خلال تحليل النموذج المتعلق بالدراسة، بالإضافة إلى عرض العديد من التوصيات والتي يمكن أن تكون ذات أهمية.

### 2.5 ملخص النتائج:

يمكن تلخيص أهم النتائج بما يلي:

1. انخفاض نسبة الدين في الشركات الصناعية الاردنية، إذ بلغ متوسط نسبة المديونية 0.32. وهي نسبة منخفضة. أضف الى تفاوت هذه النسبة بين الشركات الاردنية، تفاوت أرباحها وحجمها، كما تشير إلى وجود معوقات تحد من قدرة الشركات على التمويل الخارجي.

2. انخفاض سرعة تعديل هيكل رأس المال في حالة حدوث انحراف عن المستوى المستهدف، يعزى هذا الى ارتفاع تكاليف الدين وانخفاض منافعه، وهذا ما يخفض الحافز لدى الشركات الاردنية لتعديل أي انحراف بسرعة.

3. يؤثر النمو الاقتصادي ايجابيا على سرعة تعديل هيكل رأس المال، وهذا يدل على تأثر القرارات التمويلية في الشركات الاردنية بالمخاطر المنتظمة (systematic risk)، التي تساهم في تعاظم مخاطر الإفلاس وعدم القدرة على السداد .

## 3.5 التوصيات:

تخلص الباحثة في هذه الدراسة إلى التوصيات التالية:

1. ضرورة الأخذ بعين الاعتبار، عند قيام الشركات الصناعية باتخاذ قرار متعلق بزيادة الديون الخاصة بها أو خفضها، الانتباه إلى تأثير النمو الاقتصادي الديون.

2. ضرورة السعي وتشجيع الإدارة المتعلقة بالشركات الصناعية على زيادة الانفاق في البنود التي تتعلق بالدروع الضريبية المختلفة، كصندوق دعم التدريب والتعليم المهني والتقني بالإضافة إلى صندوق دعم البحث العلمي.

3. ضرورة عمل الشركات على إتخاذ الإجراءات الضرورية، من أجل تقليل القيود على الشركات.

4. العمل على إجراء العديد من الدراسات المتعلقة، بمحددات هيكل رأس المال الأمثل، بحيث يتم تطبيقها على قطاعات مختلفة للعديد من الشركات المدرجة في بورصة عمان، لمعرفة مدى التباين الحاصل في محددات هيكل رأس المال الأمثل لهذه القطاعات..

المراجع:


- Al-Adayley, R., Alamro, H, Huthaifa, G, (2013). **"The Structure of Public Debt in Jordan and Its Impact on Economic Growth".**

- Barclay, M., & Smith, C., (1995). **"The Maturity Structure of Corporate Debt"**, Journal of Finance, Vol. 50, No. 2, pp. 609-631.

- Barclay, M., & Smith, C., (1999). **"The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence"**, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No. 1, pp. 8-20.

- Bokpin, G., (2009). **"Macroeconomic Development and Capital Structure Decisions of Firms"**, Studies in Economics and Finance, Vol.26, No.2, pp.129-142.

- Brigham, E., & Earhardt, M., (2010). **"Financial Management theory & Practice".** 13th edition, USA.

- Chen, J., Chen, M., Liao, W., & Chen, T., (2009). **"Influence of capital structure and operational risk on profitability of life insurance industry in Taiwan",** Journal of Modelling in Management, Vol. 4, No. 1, pp. 7-18.

- Cook, D., & Tang, T., (2010). **"Macroeconomic Conditions and Capital Structure Adjustment Speed"**, Journal of Corporate Finance, Vol. 16, PP. 73-87.

- Daskalakis, N., & Psillaki, M., (2009). **"Are the Determinants of Capital Structure Country or Firm Specific"**: Evidence From SME`s Published in http://ssrn.com.

- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Whited, T., 2011. **"Capital Structure Dynamics and Transitory Debt".** Journal of Financial Economics 99, 235–261.

- Dollar, D. & Kraay, A. (2000). **"Trade, Growth and Poverty"**, the World Bank Development Research Group, Washington, (mimeo).

- Dollar, D., (1992). **"Outward-Oriented Developing Economies Really Do Grow More Rapidly: Evidence from 95 LDCs, 1976-1985"** ,Economic Development and Cultural Change, Vol. 40, No. 3, pp. 44-523.

- Donaldson, G., (1961). **"Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy & the Determinantion of Corporate Debt Capacity"**, Boston: Division of Resecarh, GraduateSchool of Business Administration, Harvard University.

- Drobetz, W., & Wanzenried, G., (2006). **"What Detetmines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure?"**,Applied Financial Economics, No. 16, pp. 941-958.

- Edwards, S., (1998;). **"Openness, Productivity and Growth: What Do We Really Know?"**,Economic Journal,108, 383-398.

- Eideh, O., (2014). **"Factors of Economic Growth in Palestine: an Empirical Analysis During the period of (1994-2013)",** International Journal of Business and Economic Development, Vol. 2, No. 2, pp. 70-84.
- Fama, E., & French, k., (2002). **"Testing Trade-Off and Pecking Order Predic- tions about Dividends and Debt".** Review of Financial Studies 15, 1–33.
- Fisher, S., (1993). **"The Role of Macroeconomic Factors in Growth",** Journal of Monetary Economics, Vol. 32, pp. 485-512.
- Gharaibeh, H., & Al-Najjar, B., (2007).**"Determinants of Capital Structure: (Evidence from Jordanian Data)",** Jordan Journal of Business Administration, Vol. 3, No. 2.
- Gujarati, D., (2003). **"Essentials of Econometrics",** 4th Edition, Mc Graw-Hill Irwin, USA.
- Haugen, A., Senbet, L., (1978). **"The in Significance of Bankruptcy Costs to the theory of Optimal Capital Structure",** the American Finance Association, Vol. 33, Issue. 2.
- Hussin, M., Muhammad, F., Abu, M., & Awang, S., (2012). **"MacroeconomicVariables and Malaysian Islamic Stock Market: A Time Series Analysis",** Journal of Business Studies Quarterly, Vol. 3, No. 4, pp. 1-13.
- Ildiko, K., Krisztian, K., Orsolya., S., Nicoleta, J., (2011). **"The Relationship Between Macroeconomic Variables and Romanian Corporate Default Rates Between 2002-2008",** Economic Sciences.

- Jensen, M., & Meckling, W., (1976). **"The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure",** Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Jensen, M., (1986). **"Agency Cost Free Cash Flow Corporate Finance and Takeovers"**, American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Karla, R., (2012). **"Impact of Macroeconomic Variables on Indian Stock Market",** the IUP Journal of Financial Risk Management, Vol. 4, No. 1, pp. 44.54.
- Kashi, F, & Tash, M, (2014). **"Effects of Macroeconomic Variables on Poverty in Iran (Application of Bootstrap Technique)",** Theoretical and Applied Economics, Vol. 5, No. 5, pp. 85-96.
- Korajczyk, R., & Levy, A, (2003). **"Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints",** Journal of financial economics, No. 68. pp. 75-109.
- Kormendi, R., & Meguire, P., (1985). **"Macroeconomic determinants of growth: cross-country Evidence".** Journal of Monetary Economics, Vol. 16, No. 4, pp. 63-141.
- Lai, S., Cheng, T., Li, H., & Chien, S., (2014). **"Dynamic Interactions Among Macroeconomic Variables and Stock Indexes in Tiwan, Hong Kong, and China",** Emerging Markets Finance & Trade, Vol. 49, No. 4, pp. 213-235.

- Lemaa, T., & Negash, M, (2013). **"Institutional, Macroeconomic and Firm – Specific Determinants of Capital Structure"**, Management research review, Vol.36, No.11, pp.1081-1122.

- Lensink, R. & Sterken, E., (1999). **"Does Uncertainty Affect Economic Growth? an Empirical Analysis".** Weltwirtschaftliches Archiv, Vol.135, pp. 379-396.

- Lensink, R., (2001). **"Financial Development, Uncertainty and Economic growth"**, De Economist, Vol. 149, No. 3, pp.299-312.

- Mahmud, M., (2003). **"The Relationship between Economic Growth and Capital Structure of Listed Companies: Evidence of Japan, Malaysia, and Pakistan"**, the Pakistan Development Review, Vol. 42, No. 4, pp. 727-750.

- Mahmud, M., Herani, G., Rajar, A.w., & Farooqi, W., (2009). **"Economic Factors Inuencing Corporate Capital Structure in Three Asian Countries: Evidence from Japan, Malaysia and Pakistan"**, Indus Journal of Management & Social Sciences, Vol. 3, No. 1, pp. 9-17.

- Miller, M., (1977). **"Debt and taxes"**, Journal of Finance, 32, 261–275.

- Modigliani, F. and Miller, M. (1963), **"Corporate income taxes and the cost of capital: a correction"**, American Economic Review, Vol. 53, pp.433-43.

- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958), **"The cost of capital, corporation finance and the theory of investment"**, American Economic Review, Vol. 48, pp. 261-97.

- Mukherjee, S., & Mahakud, J., (2012). **"Impact of Macroeconomic Condition on Financial Leverage",** Journal of Management Research, Vol. 12, No. 3, pp. 128-140.

- Myers, S., & Majluf, N., (1984). **"Corporate Finance and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not have",** Journal of Financial Economics, Vol. 13, pp.187-221.

- Myers, S., (1977). **"Determinants of corporate borrowing",** J. Financ. Econ. 5, 147–175.

- Myers, S., (1984). **"The Capital Structure Puzzle"**, Journal of Finance, Vol. 39, pp. 575-592.

- Olofin, S., & Afangideh, U., (2008). **"Financial Structure and Economic Growth in Nigeria: A Macroeconometric Approach",** pp. 1-27.

- Ozkan, A., (2001). **"Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data"**, Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 28, No. 1/2, pp. 175-198.

- Pal, K., & Mittal, R., (2011). **"Impact of Macroeconomic Indicators on Indian Capital Markets",** the Journal of Risk Finance, Vol. 12, No.2, pp. 84-97.

- Pettit, R., & Singer, R., (1985). **"Small Business Finance: A Research Agenda"**, Financial Management Autumn, pp. 47-60.

- Pilinkus, D., & Boguslauskas, V., (2009). **"The Short-Run Relationship between Stock Market Prices and Macroeconomic Variables in Lithuania: An Application of the Impulse Response Function"**, Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics, Vol. 5, Issue. 1392-2785.

- Silva, F., Coronel, D., & Vieira, K., (2014). **"Causality and Cointegration Analysis Between Macroeconomic Variables and the Bovespa"**, Open Access Freely Available Online, Vol. 9, Issue. 2, pp. 1-10.

- Sinha, P., & Ghosh, S., (2010). **"Macroeconomic Variables and Firms Adjustment Speed in Capital Structure Choice: Indian Evidence"**, IUP Journal of Applied Finance, Vol. 16, No. 4, pp. 30-50.

- Titman, S., (1984). **"The Effect of Capital Structure on Firms Liquidation Decision"**, Journal of Financial Economics, Vol. 13, pp. 137-151.

- Tong, G., & Green, C., (2005). **"Pecking Order or Trade-Off Hypothesis? Evidence on the Capital Structure of Chinese Companies"**, Applied Economics, Vol. 37, No. 19, pp. 2179-2189.

- Uysal, V, (2011). **"Deviation from the target capital structure and acquisition choices"**, Journal of Finance Economics, pp. 1-19.

- Warner, J, (1977). **"Bankruptcy Costs: Some Evidence"**, the Journal of Finance, 32, pp. 337-348.

- Yilmaz, B, (2013). **"Reflections of The Global Economic Crisis on The Countries of Piigs and Turkey`s Macroeconomic Variables"**, Marmara University, Vol. 12, No. 1, pp. 229-252.

- Zurigat, Z., & Al-Mwalla, M., (2011). **"Dynamice or Constant Movement toward the Target Capital Structure: Evidence from Jordanian Firms"**, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol. 3, No. 8, pp. 311-330.

- Zurigat, Z., (2009). **"Pecking Order Theory, Trade-Off Theory and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Jordan"**, Heriot-Watt University School of Management and Languages.

## Abstract

Ala`a, Mohammad Ameen, "**The Impact of Economic Growth on the Capital Structure Adjustment Speed: Empirical Study on Industrial Companies Listed on the Amman Stock Exchange,** Master thesis of Finance,Yarmouk University, 2014.

**Supervisor:**
**Dr. Mohammad Garaybah**
**Dr. Zeyad Zurigat**

The study aims to investigate the impact of economic growth on the speed of capital structure target adjustment of 65 industrial companies listed on the Amman Stock Exchange during the period (1994-2012). To accomplish the study objectives time series-cross sectional data are used and analyzed using random & fixed effect models. The study found that Jordanian companies identify their target level of debt, but the results showed that the speed of adjustment in case of deviation from that level was low where the adjustment coefficient (0.234), as the study found that there is a positive impact of economic growth on the speed of adjustment economic situation good help in the speed of adjustment, it`s indicated by the coefficient of the interactive dummy variable, and it`s found a positive statistically significant. The study recommends that companies resort to debt financing in good economic conditions so; as to lower the cost of debt and lower the cost of the amendment to reach the optimal level at which the company can maximize its market value.



**Keyword:** Economic Growth, Capital Structure, Adjustment Speed, Amman Stock Exchange.